

## **GF Money Oyj:n listautumisen peruuntuminen First North Finland -markkinapaikalle**

Jesse Heitto



<b>Tekijä(t)</b> Jesse Heitto	
<b>Koulutusohjelma</b> Liiketalouden koulutusohjelma	
<b>Raportin/Opinnäytetyön nimi</b> GF Money Oyj:n listautumisen peruuntuminen First North Finland -markkinapaikalle	<b>Sivu- ja liitesivumäärä</b> 33
<p>Opinnäytetyön tarkoituksena oli tutkia listautumisen peruutumista monenkeskiselle markkinapaikalle. Työssä selvitetään, miten listautuvan yrityksen tiedonantovelvollisuus poikkeaa kevyemmin säännellyllä First North markkinapaikalla verrattuna arvopaperipörssiin tiedonantovelvollisuuteen.</p> <p>Tutkimuksen tavoitteena on vastata kysymykseen, olisiko GF Money Oyj:n Nuorisosäätiön kanssa tehdyt liiketoimet tulleet tai pitäneet tulla ilmi listautumisasiakirjoista tai tilinpäätöstiedoista, sekä olisivatko arvopaperimarkkinoiden tiukemmat tiedonantovelvollisuudet vaikuttaneet GF Money Oyj:n listautumisen peruuntumiseen. Tutkimuksen tuloksien pohjalta arvioidaan, olisiko lisäregulaatiolle tarvetta myös kevyemmin säännellyillä markkinapaikoilla tiedonantovelvollisuuden osalta. Opinnäytetyössä tutkitaan miten First North markkinapaikalle listautuva yhtiö toteutti tiedonantovelvollisuutta ja verrataan toteutettua tiukemmin säänneltyyn arvopaperipörssiin.</p> <p>Opinnäytetyössä saatiin selville, että tiukemmat säänneltyjen markkinoiden tiedonantovelvollisuudet tuskin olisivat vaikuttaneet listautumisen onnistumiseen. Tiedonantovelvollisuuksien erot listautumisvaiheessa markkinapaikkojen välillä eivät ole valtavan suuria, etenkin jos listautumisella haetaan yli 5 miljoonan euron pääomia. Nuorisosäätiön kanssa tehdyt liiketoimet eivät suoraan tulleet ilmi esitteen tiedoista. Mediassa esillä olleiden tietojen ja esitteen pohjalta tapahtumaketju olisi voinut kuitenkin olla ennakoitavissa. Mahdollista lisäregulaation tarvetta listautumisessa on lähipiirikauppoihin liittyen sekä riskikeskittymien velvoittavampi ilmoittaminen.</p>	
<b>Asiasanat</b> First North, listautuminen, tiedonantovelvollisuus	

## Sisällys

1	Johdanto .....	1
2	Arvopaperimarkkinat .....	3
2.1	Varjopankkitoiminta.....	4
2.2	Kaupankäynti .....	5
2.3	Pörssi.....	5
2.4	Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä .....	7
2.5	Muut kauppapaikat.....	8
3	Listautuminen.....	9
3.1	First North .....	12
3.2	Esite.....	13
4	Aineisto .....	16
4.1	GF Money esite.....	16
4.2	Inderes analyysi .....	21
4.3	Media .....	23
5	Tiedonantovelvollisuuden toteutuminen .....	24
5.1	Listalleottoesite .....	24
5.2	Muu tiedonanto .....	25
6	Yhteenveto ja johtopäätökset .....	26
7	Pohdinta.....	29
	Lähteet .....	30

# 1 Johdanto

Rahoitusyhtiö GF Money Oyj tiedotti 14.5.2018 suunnittelevansa listautumista First North Finland -markkinapaikalle. Yhtiö julkaisi Finanssivalvonnan 16.5.2018 hyväksymän esitteen 17.5.2018, ja tunnettu analyysiyhtiö Inderes Oy teki sijoitustutkimuksen esitteestä. GF Money Oyj tiedotti 29.5.2018 täydentävänsä esitettään sijoituskauppaan liittyen. 30.5.2018 Inderes Oy ilmoitti, ettei sen 17.5.2018 tekemän esitteen pohjalta tehty sijoitustutkimus ole enää validi. Inderes Oy ei tehnyt enää uutta sijoitustutkimusta, eikä muodostanut kantaa listautumiseen. 31.5.2018 julkaistussa tiedotteessaan GF Money Oyj ilmoitti peruvansa listautumisen.

Listautumisesitteen julkaisemisen jälkeen Yle uutisoi 29.5.2018 Nuorisosäätiön peruvan aikaisemmin johdossa olleiden henkilöiden toteuttamia asuntokauppoja. Asuntoja Nuorisosäätiö oli ostanut yli 12 miljoonalla eurolla. Yhtenä asuntojen myyjistä sekä samalla rahoittajana toimi GF Money. Nuorisosäätiön tarkoitus on tarjota kohtuuhintaisia asuntoja nuorille kaupungeista, ja ostetut asunnot soveltuivat huonosti toteuttamaan säätiön tarkoitusta. Nuorisosäätiössä ei myöskään oltu tyytyväisiä kauppahintaan, jolla kohteet oli ostettu, vaan kauppahinta nähtiin liian korkeana. GF Money on asuntokauppojen lisäksi myöntänyt luottoa Nuorisosäätiölle jopa useita miljoonia euroja, ja listautumishetkellä myönnettyistä lainoista maksamatta oli 5,2 miljoonaa euroa. Asuntokauppojen kohteina olleet kiinteistöt tulivat Nuorisosäätiön omistukseen tavanomaisesta poikkeavan kuvion kautta. Alun perin GF Money oli lainoittanut rakennusliikkeitä, jotka joutuivat kuitenkin taloudellisiin vaikeuksiin. Kohteissa vaihdettiin urakoitsijoita, jotta talot saatiin valmiiksi. Kohteiden uudet omistajat olivat GF Money sekä sen johtohenkilöinä toimivien tahojen omistama H&R Properties. H&R Properties osti asunnot GF Moneyilta saamalla lainalla.

Työssä selvitetään, miten listautuvan yrityksen tiedonantovelvollisuus poikkeaa kevyemmin säännellyllä First North markkinapaikalla verrattuna arvopaperipörssin tiedonantovelvollisuuteen. Motivaatio työn tekemiseen tuli GF Money Oy:n vuonna 2018 tekemästä listautumisen perumisesta. Työssä tutkaillaan myös kaupankäyntiä yleisesti, uutisointia yhtiön liiketoimien ympärillä ja tarkastellaan tarkemmin listautuvan yhtiön itsensä huomioimia riskejä sekä analyysin tehneen yrityksen huomioita.

Pörssiin listautuakseen yrityksen on täytettävä useita vaatimuksia, ja siksi kevyemmän sääntelyn vaihtoehtoinen markkinapaikka on pienemmille yrityksille realistisempi vaihtoehto. Nasdaq Helsinki Oy ylläpitää arvopaperipörssin lisäksi monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää First North Finlandia. Kevyempien vaatimusten takia vaihtoehtoisten markkinapaikkojen yritysten riskiprofiili on monesti suurempi, kun arvopaperipörssissä olevien.

Opinnäytetyö koostuu tieto-osuudesta, empiirisestä osuudesta sekä johtopäätöksistä. Tieto-osuus käsittelee aiheen kannalta tarpeellista taustaa, lakeja sekä kaupankäyntiä yleisesti. Lisäksi käydään läpi markkinapaikalle listautuminen sekä siihen liittyvät prosessit ja vaiheet. Aineiston osalta tutkitaan GF Moneyn esitettä ja käydään läpi esitteen rakennetta ja keskeisiä tietoja. Esitteen jälkeen tuodaan esiin Inderes Oy:n analyysi kyseisestä esitteestä, sekä kerätään yhteen mediassa olleita tietoja. Mediasta kerätyt tiedot käsittävät aiheen ympärillä olleita keskeisimpiä lehtiartikkelit sekä uutisia.

Tutkimuksen tavoitteena on vastata kysymykseen, olisiko GF Money Oyj:n Nuorisosäätiön kanssa tehdyt liiketoimet tulleet tai pitäneet tulla ilmi listautumisasiakirjoista tai tilinpäätöstiedoista. Lisäksi opinnäytetyössä tutkitaan, olisivatko arvopaperimarkkinoiden tiukemmat tiedonantovelvollisuudet vaikuttaneet listautumiseen ja sen peruuntumiseen. Tutkimuksen pohjalta arvioidaan, olisiko lisäregulaatiolle tarvetta myös kevyemmin säännellyillä markkinapaikoilla tiedonantovelvollisuuden osalta. Tutkimuskysymykseen etsitään vastausta tarkastelemalla GF Money Oyj:n 17.5.2018 julkaiseman esitteen tietoja, tekemällä yhteenvetoa tutkivan journalismin löydöksistä aiheen ympärillä, sekä hyödyntämällä Inderes Oy:n analyysiä esitteestä ja yhtiöstä.

Opinnäytetyö voi auttaa parhaimmillaan esimerkiksi piensijoittajia muodostamaan parempaa ja kokonaisvaltaisempaa kuvaa listautumaan hakevasta yhtiöstä, ja antaa lisätietoa sijoituspäätöstä tehdessä tai antiin osallistuesssa. Lisäksi työn pohjalta arvioidaan lehtitietojen ja uutisoinnin merkitystä ja huomioonottamista listautumisantiin osallistumisesta päätettäessä.

Aiempia tutkimuksia, opinnäytetöitä sekä Pro Gradu tutkielmia etenkin listautumisista on tehty useita. Toinen aihetta sivuava opinnäytetöiden aihe on kirjanpidon tai markkinoinnin näkökulmasta tarkasteltu listautuminen. Varsinaisesti listautumisen peruuntumisista ei löytynyt tutkittua tietoa. Listautumisista tehdyt tutkielmat käsittelevät markkinoinnin ja kirjanpidon lisäksi usein osakkeen arvonmuodostusta, ja yhtiön arvon kehitystä. Yleinen tutkielmien aihe on myös yhtiöiden aliarvostus listautumisessa, esimerkiksi Janne Halonen (2018) tutki opinnäytetyössään Listautumishuuma Helsingin pörssissä – Empiirinen tutkimus alihinnoittelusta Helsingin pörssissä vuosina 2012–2017 osakeantien alihinnoittelua.

## 2 Arvopaperimarkkinat

Arvopaperimarkkina- (AML) säädetään arvopapereiden liikkeeseenlaskusta ja liikkeeseen saattamisesta, arvopaperimarkkinoilla toimimisesta vaadittavasta tiedonantovelvollisuudesta sekä julkisista ostotarjouksista. Lisäksi laissa säädetään arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estämisestä sekä väärinkäytöksen valvonnasta. Arvopaperilla tarkoitetaan vaihdantakelpoista liikkeeseen laskettavaa tai jo laskettua arvopaperia. Arvopapereiden säänneltyjen markkinoiden ylläpitäjänä Suomessa toimii pörssi. (Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746). Kokonaisuudessaan AML käsittää kuusi osaa, joissa osassa I säädetään yleisistä säädöksistä, osassa II esitteestä, osassa III tiedonantovelvollisuudesta, osassa IV julkisesta ostotarjouksesta ja tarjousvelvollisuudesta, osassa V markkinoiden väärinkäytöstä ja osassa VI muutoksenhausta, seuraamuksista sekä muista säännöksistä. (HE 111/2018)

Arvopaperimarkkinoiden sääntely on kattavaa, ja useimmat Suomessa voimassa olevat lait ja asetukset perustuvat Euroopan Unionin kautta tulevaan sääntelyyn. Kansallisen täytäntöönpanon lisäksi arvopaperimarkkinoilla toimivia tahoja koskevat useat EU-säädökset, joiden soveltaminen tapahtuu ilman kansallista täytäntöönpanoa. Pörssin ja muiden kaupapaikkojen EU-sääntely kattaa kolme tasoa. Taso 1 koostuu MiFID II -direktiivistä, MiFIR-asetuksesta, markkinoiden väärinkäyttöasetuksesta, lyhyeksi myyntiasetuksesta, eurooppayhtiöasetuksesta sekä pörssilistadirektiivistä. Taso 2 sisältää ohjeita, neuvoja ja toimintamalleja MiFID II -direktiivin sekä MiFIR-asetuksen täytäntöönpanoon. Taso 3 koostuu neuvoista ja ohjeista koskien kaupankäynnin avoimuutta, hyödykejohdannaisia, MiFIR-tiedoista raportointia sekä markkinarakenteista. (Finanssivalvonta 2018; Valtiovarainministeriö.)

Arvopapereiden sekä muiden rahoitusinstrumenttien vaihdannassa, markkinoinnissa tai lain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessä ei saa antaa harhaanjohtavaa tai vastoin totuutta olevaa tietoa. Jos totuudenvastainen, olennaisen merkityksen omaava tai harhaanjohtava tieto tulee ilmi tiedon esittämisen jälkeen, on se lain mukaan täydennettävä tai oikaistava viivytyksettä. (Arvopaperimarkkinalaki)

Kaikkia arvopaperimarkkinoilla toimivia tahoja koskevat useat säädetyt tiedonantovelvoitteet. Tiedonantovelvoitteiden tarkoituksena on pitää yllä sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaa kohtaan, ylläpitää markkinoiden avoimuutta sekä tasapuolisuutta ja estää markkinoiden väärinkäyttöä. Arvopaperin yleisöannissa sijoittajille on tarjottava tarpeelliset tiedot sijoituspäätöstä varten. (Valtiovarainministeriö). Tiedonantovelvollisuus koskee

myös arvopaperin liikkeeseenlaskijaa. Tiedonantovelvollisuus säännellylle markkinalle listautuessa koostuu listalleottoesitteestä, ja monenkeskiselle markkinapaikalle listautuvalle eräissä tapauksissa yhtiöesitteestä. (Finanssivalvonta 2020.)

Suomessa arvopaperimarkkinoiden toiminnasta ja valvomisesta huolehtii Finanssivalvonta. Finanssivalvonta (myöh. Fiva) on viranomainen, jonka valvottavia ovat vakuutus- ja eläkeyhtiöt sekä muut vakuutuslalla toimivat tahot, sijoituspalveluita tarjoavat yritykset, pankit, rahastoyhtiöt sekä pörssi. Fiva toimii Suomen Pankin yhteydessä ja kuuluu siihen hallinnollisesti, mutta on päätöksenteossaan itsenäinen. Fivan tavoitteena on finanssimarkkinoiden vakauden ylläpito, yleisen luottamuksen säilyminen finanssimarkkinoilla sekä vakuutettujen etujen turvaus. Fivan kuuluu edistää hyviä menettelytapoja finanssimarkkinoilla sekä edistää yleisön tietämystä finanssimarkkinoista. Tavoitteet sekä tehtävät on kirjattu lakiin Finanssivalvonnasta. (Finanssiala, 2019.)

## **2.1 Varjopankkitoiminta**

Varsinaisen pankkisääntelyn ulkopuolisia rahoitusta tarjoavia tahoja kutsutaan varjopankeiksi. Varjopankit tarjoavat usein rahoitusta etenkin yrityksille sekä muille organisaatioille. Toiminta on tärkeä lisä nykyaikaisilla rahoitusmarkkinoilla, ja parhaimmillaan varjopankit täydentävät rahoitusmarkkinoita perinteisien toimijoiden lisäksi. Varjopankkitoiminta on suurimmaksi osaksi laillista, ja toimintaa pystyvät harjoittamaan säätiöt, rahastot, välittäjät sekä korkorahastot ilman varsinaista pankkilupaa. Suomessa suurimman mediahuomion varjopankeista on saanut GF Money. Varjopankkitoiminnan näkyvin osuus koskee yritysrahoituksia. Käytännössä varjopankki kerää varoja sijoittajilta ja lainaa niitä eteenpäin ta- hoille, jotka eivät saa lainaa pankista tai halua käyttää perinteisiä pankkeja. Lainojen hinta on usein kalliimpi varjopankilla, kun perinteisellä pankkisääntelyn alaisella toimijalla. Varjopankkien toiminnan merkitys korostuu maissa, jossa varsinainen pankkitoiminta on tiu- kasti säädeltyä. (Rahoittaja, 2016.)

Varjopankkitoimintaan liittyy riskejä avoimuuden ja laillisen toiminnan osalta. Pahimmil- laan ne voivat lisätä epävakautta taloudessa, ja varjopankkien toiminta herättää huolta systeemiriskistä. Varjopankit kiertävät tiukimpia säädöksiä toiminnassaan, eikä koko sek- torin kokoa tiedetä tarkasti. Vuonna 2017 sveitsiläinen The Financial Stability Board jul- kaisi tutkimuksen perinteisien pankkitoimijoiden ulkopuolisesta rahoituksesta päätyen 92 biljoonaan, joten alan koko on joka tapauksessa huomattava. Nopeimmin kasvava varjo- pankkitoiminnan muoto on peer-to-peer lending. (Investopedia, 2020.)

Suomessa varjopankkitoimintaa sääntelee ja valvoo Finanssivalvonta sijoitusrahastojen sekä sijoituspalveluiden osalta. Suomessa varjopankkien koko oli noin kolmannes pankki-sektorin toiminnan koosta. Finanssivalvonnan sääntelyn ulkopuolella varjopankkitoimintaa valvoo rahanpesuun ja kiinteistönvälitysliikkeiden toimintaan liittyvissä seikoissa Aluehallintovirasto. Yleisiä varjopankkien omistajia ovat perinteiset pankkiluvan saaneet pankit, sillä mm. korkorahastot sekä muut sijoitusrahastot luetaan varjopankeiksi. Suomessa suosiota keränneet joukkorahoitusta tarjoavat alustat luetaan myös varjopankkitoiminnaksi. Varjopankkitoiminnassa lainsäädäntö kehittyi myöhässä, ja Finanssivalvonta on perustanut uusille rahoitusalalle tuleville toimijoille neuvontatiskin, jossa se tarjoaa apua lainsäädännön tulkintojen kanssa. (Yle 2016, Aluehallintovirasto.)

## **2.2 Kaupankäynti**

Arvopapereiden kaupankäynnissä käytössä olevaa järjestelmää tai palvelua kutsutaan kauppapaikaksi. Kauppapaikalla ostajien sekä myyjien tarjoukset kohtaavat. Kauppaa arvopapereilla tai johdannaisilla voi harjoittaa säännellyillä markkinoilla (pörssi), monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (MTF), organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä (OTF) sekä yhdessä kauppajen sisäisen toteuttajan kanssa (SI). Kauppaa voi myös harjoittaa varsinaisten kauppapaikkojen ulkopuolella. (Finanssivalvonta 2018.)

Arvopaperikauppaa käytiin myös Lontoossa jo 1500-luvulla, jolloin kauppalaivojen varustaminen toi riskien ja tuottojen jakamisen edut esille. Kauppalaivoja varustettiin pitkille matkoille, ja onnistunut kaupparetki toi siihen sijoittaneelle suuret tuotot. Kauppalaivan ja lastin menetyksen kohdatessa siihen sijoittanut kauppahuone kärsi suuret tappiot. Riskiä tasataksaan kauppahuoneet jakoivat osuuksia laivoista ja myivät niitä muille kauppiaille. New Yorkin arvopaperimarkkinapaikka New York Stock Exchange aloitti toimintansa vuonna 1792, ja se on nykyään maailman tunnetuin pörssi. Suomessa arvopapereiden kaupankäynti on alkanut 1860-luvulla. (Pörssisäätiö 2010, 4–5.)

## **2.3 Pörssi**

Pörssiksi kutsutaan säänneltyjä markkinoita, jossa kaupankäyntiä harjoitetaan julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden osakkeilla, joukkovelkakirjoilla, johdannaisinstrumenteilla ja muilla erityyppisillä rahoitusvälineillä. Kaupankäynti pörssissä perustuu sijoituspalvelua tarjoavan tahon toimittamiin rahoitusvälinettä koskevaan ostotoimeksiantoon sekä myyntitoimeksiantoon. Osto- ja myyntitoimeksiantoja täsmäytetään toteutuneiksi kaupoiksi. Pörssikauppaa käydään pörssin jäsenten tai näiden puolesta toimivien tahojen toimesta. Pörssillä tulee olla omat säännöt, jossa yksityiskohtaisesti tuodaan esille ja määrätään kaupan-



käynnistä, kaupankäynnin kohteeksi ottamisesta, kauppaa käyvien osapuolien vaatimuksista sekä arvopaperin liikkeellelaskijan vaatimuksista. Pörssin sääntöihin tapahtuvista muutoksista täytyy ilmoittaa valtiovarainministeriöön, joka myös vahvistaa ne. (Finanssivalvonta 2018.)

Ensimmäinen pörssi on Antwerpissä Belgiassa oleva 1531 perustettu kauppapaikka, Beurzen. Antwerpissä kauppaa ei kuitenkaan käyty osakkeilla vaan velkakirjoilla ja joukkovelkakirjoilla, vaikka kaupankäyntijärjestelmä oli nykyajan pörssin kaltainen. Vanhin pörssi maailmassa, jossa käytiin ensimmäisen kerran kauppaa julkisesta yhtiöstä, on 1602 perustettu Amsterdamin pörssi. Pörssissä ostettiin ja myytiin Hollannin Itä-Intian kauppakomppanian osakkeita. Kauppakomppanian kauppiaat sekä muut jäsenet matkasivat eurooppalaisten hallussa oleviin siirtomaihin ostaakseen sieltä eksoottisia tuotteita Euroopan markkinoille. (Investopedia.)

Maailman suurin pörssi The New York Stock Exchange (NYSE) aloitti toimintansa vapaampana kauppapaikkana kuin 19 vuotta aikaisemmin ja tarkemmin säännelty Lontoon pörssi. NYSE on Yhdysvaltojen toiseksi vanhin pörssi Philadelphian pörssin jälkeen, ja sen toimipaikaksi vakiintui New Yorkissa sijaitseva Wall Street. Pörssin keskeisen sijainnin takia se saavutti nopeasti hallitsevan aseman. New Yorkin pörssin arvostus nousi kansainvälisesti samaa tahtia Yhdysvaltojen talouden kasvun kanssa. Vaihto pörssissä osakkeiden kohdalla on muuttunut nopeasti pitkän ajan sijoituksista kohti lyhyempään suuntaan, ja keskimääräinen pitoaika osakkeelle on n. 7 kuukautta. (Investopedia; Lainema 2013, 132.)

Helsingin Pörssin toiminta alkoi vuonna 1912, ja se on myös Suomen vanhin pörssi. Perustettu pörssi toimi nimellä Helsingin Arvopaperipörssi (HAP). Nykyään Helsingissä toimiva pörssi on Nasdaq Helsinki Oy, joka on osa kansainvälistä Nasdaq -konsernia. Nasdaqiin kuuluvissa pörsseissä käydään kauppaa vajaalla 4000 listautuneen yhtiön osakkeilla. Osakekaupan lisäksi Nasdaq tarjoaa mm. muita listayhtiöpalveluita, markkinainformaatiota, tietoa listautumisesta sekä pörssiteknologiapalveluita. (Nasdaq.)

Helsingin pörssiin listattujen osakkeiden hintakehitystä kuvaa indeksi OMX Helsinki PI. Kokonaistuottoa taas kuvaa indeksi OMX Helsinki GI. Indeksien nimessä lopun GI kertoo indeksin sisältävän kokonaistuoton, ja osakkeiden kokonaistuottoa kuvatessa on mukana myös osingot. OMX Helsinki GI tuotti 20 vuoden aikavälillä 1998–2018 6,1% vuodessa. Tarkastelujakson alussa pörssiin sijoitettu 10 000 euroa olisi kasvanut yli 32 000 euron arvoiseksi (Sijoittaja 2019). Alla olevassa kuviossa on kuvattuna indeksin kehitystä vuodesta

2000. Indeksiä kuvaava pisteluku on esitetty vasemmassa reunassa. Pisteluku on muutossuure, joka kertoo vertailuajankohdan hinnan suhteessa perusajankohtaan. (Tilastokeskus.)



Kuvio 1. OMX Helsinki GI indeksin kehitys 2000–2018 (Lähde: Nasdaq)

## 2.4 Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä

Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä eli MTF (multilateral trading facility) on säänneltyihin markkinoihin verrattuna kevyemmin säännelty kaupankäyntipaikka tai alusta. Rahoitusinstrumenttien liikkeeseenlaskijaa koskevat kevyemmät tiedonantovelvollisuudet sekä vaatimukset kuin säännellyillä markkinoilla toimivia tahoja. Suomessa on tällä hetkellä yksi toiminnassa oleva monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä, Nasdaq Helsingin ylläpitämä First North Finland. Aktiivisia osapuolia kaupankäynnissä MTF:llä on oltava vähintään kolme, ja osapuoleksi ottaminen perustuu avoimiin ja syrjimättömiin sääntöihin. MTF:n säännöt eivät ole viranomaisten hyväksymiä toisin kuin pörssissä. Järjestäjänä monenkeskisessä kaupankäynnissä toimivat vain pörssi, luottolaitos, sijoituspalveluyritys tai kolmannessa maassa olevan yrityksen sivuliike. (Finanssivalvonta 2018.)

First North -markkinapaikka on toiminut Nasdaq Helsingin osana 4.4.2011 alkaen. Markkinapaikka on suunniteltu rahoitusmarkkinoiden mahdollisuuksista kiinnostuneille yhtiöille, mutta joilla ei ole vielä halua, edellytyksiä tai mahdollisuuksia listautua Helsingin pörssin varsinaiselle päälistalle. Pienemmille tai kasvuvaiheessa oleville yhtiöille First North mahdollistaa lisää näkyvyyttä sekä jatkuvan arvostuksen. Päämarkkinoita kevyemmin säännelty First North tarjoaa sijoittajille mahdollisuuden sijoittaa pienempiin ja kasvaviin yrityksiin ja mahdollistaa yhtiön omistamisen jo sen kasvuvaiheessa. Markkinapaikalle kaupankäynnin kohteeksi otettavan yhtiön arvopaperi otetaan listalle yhtiön hakemuksesta. Sääntöjen mukaan yhtiön ei tarvitse laatia listautumisesitettä kuten pörssilistautumisessa, eikä listalleotto edellytä listautumiskomitean käsittelyä. Markkinapaikan säännöissä säädetyt

tiedonantovelvollisuudet sekä raportointi ovat kevyemmät kuin pörssilistatuissa yrityksissä. Raportoinnin suhteen yhtiöllä on ohjeistamassa ja tukemassa Hyväksytty Neuvonantaja. (Pörssisäätiö 2014, 12.)

## **2.5 Muut kauppapaikat**

Organisoitu kaupankäyntijärjestelmä on monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää vielä kevyemmin säännelty markkinapaikka. Organisoitu kaupankäyntijärjestelmä (organised trading facility, OTF) mahdollistaa sen ylläpitäjälle enemmän harkintavaltaa mm. tarjouksien täsmäytyksessä kaupoiksi. OTF voidaan järjestää ainoastaan strukturoiduilla rahoitustuotteilla, päästöoikeuksilla, erityyppisillä johdannaissopimuksilla sekä joukkovelkakirjoilla. Kuten MTF:llä, myös OTF:llä on oltava vähintään kolme osapuolta kaupankäynnin toteutuksessa ja järjestämisessä. MTF:n tavoin osapuoleksi ottaminen perustuu avoimiin ja syrjimättömiin sääntöihin. OTF:n järjestäjänä toimivat pörssi, luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset tai sivuliikkeet. Sijoituspalveluyritys, joka harjoittaa organisoitua kaupankäyntiä, saa tarjota sekä ylläpitää raportointipalvelua koskin kaupankäyntiä. Kaupankäynnin järjestäjä laatii säännöt, jotka ovat yleisön saatavilla. Säännöissä määrätään arvopaperin tai hyväksytyn tuotteen liikkeellelaskijasta ja vaatimuksista, kaupankäynnin toteuttamisesta sekä kaupankäynnin kohteeksi ottamisesta yksityiskohtaisesti. (Finanssivalvonta 2018.)

### 3 Listautuminen

Yhtiön osakkeen ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi kutustaan listautumiseksi, ja listautuminen toteutetaan yleensä joko osakeannilla tai osakemyynnillä (Fondia 2014). Yhtiölle sen osakkeen listaaminen julkisen kaupankäynnin kohteeksi tuo useita etuja. Listautuessa yhtiö kerää esimerkiksi uutta pääomaa investointirahoituksia varten tai kasvun tueksi. Pääoman kasvattaminen luo myös yhtiölle joustavuutta kulloisessakin markkinatilanteessa, ja se tasapainottaa yrityksen pääomarakennetta (Pörssisäätiö 2014, 6.)

Suomalaisen yrityksen listautuminen on usein sen yksi keskeisimmistä rahoitusstrategisistä päätöksistä. Yritys tarvitsee riittävästi ulkopuolista pääomaa investointien tueksi etenkin nopean kasvun vaiheessa. Listautumishinnan tai myyntihinnan oikea määrittäminen on keskeinen kysymys listautuvalle yritykselle, sillä aikaisempaa osakkeen kurssihistoriaa ei ole vielä luonnollisestikaan käytettävissä. Jos hinta asetetaan liian alhaiseksi, yritys ei pysty keräämään listautumisella pääomaa niin paljon kun se olisi ollut mahdollista tai osakkeita myyvä taho myy sijoittajille todellista hintaa halvemmalla. Liian korkea merkintähinta taas voi aiheuttaa alimerkintää. Tällöin sijoittajat eivät ole merkinneet kaikkia yrityksen listautumisessa tarjoamia osakkeita. Merkintähinta määritetään tavallisesti joko yksittäisten tunnuslukujen avulla vertailemalla listattuihin vertailuyrityksiin tai arvonmäärittymallien avulla. Yrityksen listaututtua arvopaperipörssiin sen osakkeilla käydään kauppaa julkisesti, ja yrityksen osakkeelle muodostuu hinta kysynnän ja tarjonnan mukaisesti. Useista maista olevat tutkimukset osoittavat, että osakkeen hinta nousee pörssissä listautumisen jälkeen. Osakeannin alihinnoittelu on vaihdellut 10–15 prosentin välillä. (Martikainen & Vaihekoski 2015, 30–32.)

Noteeraaminen pörssilistalla luo yhtiölle mainetta sekä tunnettavuutta. Pörssinoteeraus toimii laatumerkkinä yhtiölle sekä se tuo paljon medianäkyvyyttä. Informaatiovirtaa ja tiedon levittämistä ylläpitävät esimerkiksi yhtiötä seuraavat ja analysoivat analyytikot. Pörssiyrityksen säännöllinen raportointi sekä medianäkyvyys voi auttaa sitä saavuttamaan parempia sopimuksia toimittajien ja asiakkaiden kanssa, ja etenkin pienemmille korkean teknologian yrityksille listautumisen mukana tuoma maine on tärkeää. Yhtiön kasvanut tunnettavuus saattaa lisäksi auttaa yrityksen henkilökunnan palkkauksessa. (Pörssisäätiö 2014, 5–6.)

Yritys pyrkii yleensä minimoimaan rahoituskustannuksensa, ja julkisesti noteerattu yhtiöllä on helpommin pääsy monipuolisiin rahoituslähteisiin. Julkisesti listattu yhtiö vähentää rahoittajien riskiä, mikä näkyy yleensä matalimpina rahoituskustannuksina rahoitusta hakevalle yhtiölle ja matalampina tuottovaatimuksina sijoittajille. Julkisesti listattujen yhtiöiden

säännöllinen tiedonantovelvollisuus sekä kuuluminen valvonnan piiriin edesauttaa luottamusta. Velkaantuneelle yhtiölle oman pääoman kustannus saattaa olla pienempi kuin vieraan pääoman kustannus, joten silloin yhtiön on edullisempaa hakea oman pääoman ehtoista rahoitusta vieraan pääoman sijaan. Listattu yhtiö pystyy laskemaan vieraan pääoman kustannusta, koska sen rahoituksen tarjonta kasvaa ja sen asema on parempi lainaneuvotteluissa. (Pörssisäätiö 2014, 7.)

Yhtiön reaaliaikainen markkina-arvon määräytyminen pörssissä kertoo sijoittajien näkemuksista yhtiön toiminnasta ja yhtiön suunnasta. Reaaliaikaista markkina-arvoa listautunut yhtiö pystyy käyttämään esimerkiksi arvioidessaan johdon toimenpiteitä, tai määritellesään henkilöstön palkitsemisjärjestelyjä. Sijoittajille yhtiön markkina-arvo kertoo sen suoriutumisen toisiin listautuneisiin verrokkiyhtiöihin verrattuna, ja tämä helpottaa sijoittajien omaa arvonmäärittelyä. Listattuja osakkeita voidaan hyödyntää maksuvälineenä yrityskaupoissa, jolloin yritys vaihtaa kaupanteossa omia osakkeitaan kohdeyrityksen osakkeisiin ja kohdeyrityksen osakkeenomistajista tulee noteeratun yrityksen omistajia. Järjestely ja yrityskauppa mahdollistaa veroedun omistajille. (Pörssisäätiö 2014, 7.)

Kaupankäynti yhtiön osakkeilla helpottuu listautumisen myötä, ja jälkipörssissä yhtiön osakkeen ollessa jatkuvan kaupankäynnin kohteena sijoittaminen siihen on vähäriskisempää. Yhtiön lukujen ja toiminnan arvioiminen on helpompaa säännöllisen tiedonantovelvollisuuden takia, ja lisäksi listautuneelle yhtiölle on suoritettu kattava Due diligence (Pörssisäätiö 2014, 7). Due diligence (DD) on taloudellisten tietojen tarkistamista ennen liiketoimien aloittamista. DD toteutetaan ennen yrityskauppaa, ja siihen sisältyy ostajan tarpeelliseksi katsomat selvitykset sekä tutkimukset. DD voi olla laajempi tai suppeampi riippuen kohdeyrityksen liiketoiminnan monimutkaisuudesta. Yrityskaupassa myyjänä toimiva osapuoli on voinut arvioida kohteen tulevaisuudennäkymiä ylioptimistisesti, vähätellä riskejä tai liioitella vahvuuksia. Ostajan on tiedettävä mahdollisimman tarkasti mitä on ostamassa. Huolellinen ja objektiivinen kohteen läpikäyminen pienentää riskiä yllätyksistä. (Talouselämä 2020.)

Pörssin säännöissä on asetettu ehtoja listautuvalle yhtiölle. Yhtiön tulee olla julkinen osakeyhtiö, sekä osakkeiden tulee olla arvo-osuusjärjestelmään liitettynä. Finanssivalvonnan hyväksymä esite tulee olla hakemuksen liitteenä, sekä listautuvan yhtiön tulee sopia pörssin kanssa kaupankäyntitunnuksesta. Kaupankäyntitunnus pitää olla sovittuna ennen varsinaisen kaupankäynnin aloittamista. Yhtiön tiedonantovelvollisuus alkaa listalleottohakemuksen jättämisestä, ja tuolloin alkavat myös yhtiön sisäpiirivelvollisuudet. Listautumaan

lähtevän yrityksen tulee järjestää hallintonsa sekä raportointinsa siten, että se pystyy tuottamaan markkinoille luotettavaa, täsmällistä sekä ajantasaista tietoa, ja lisäksi yhtiön tulee järjestää hallinnon sisäpiiri sääntöjen mukaisesti. (Pörssisäätiö 2016, 9.)

Internetsivut tulee olla viimeistään toiminnassa hetkellä, jolloin hakemus jätetään. Internetsivuilla tulee näkyä tiedonantovelvollisuuden mukaisesti yhtiön julkistettavat tiedot sekä hallintoon liittyvät vaaditut tiedot. Osakkeen luotettavan hinnanmuodostuksen takaamiseksi pörssi edellyttää, että yleisön hallussa on vähintään 25 % osakkeista. Luotettavan markkina-arvon takaamiseksi yhtiöltä voidaan vaatia markkinatakausta osakkeelle. (Pörssisäätiö 2016, 9.)

Taulukko 1. Pörssilistan kriteerit (Pörssisäätiö 2016)

Listalleottamisen kriteerit	
Vaatus	Tarkennus
Yhtiötä sekä osaketta koskevat edellytykset	Julkinen osakeyhtiö, juridinen pätevyys, luotettavuus
Tilinpäätöstiedot	Kolmelta vuodelta
IFRS-tilinpäätös	
Tuloksenmuodostuskyky tai 12kk käyttöpääoma	
Riittävä osakemäärä yleisön hallussa sekä riittävä määrä osakkeenomistajia	25 % yleisön omistus
Luotettava hinnanmuodostus	Riittävä kysyntä ja tarjonta
Riittävä markkina-arvo	1 milj. euroa
Listalleottoesite	EU-esite
Corporate governance	
Edellytettävä hallinto	

Listautumisprosessissa on kolme päävaihetta. Ensin listautuva yritys valmistautuu listautumiseen, tämän jälkeen tulee varsinainen listautuminen ja viimeisenä on yhtiön toimiminen pörssiyhtiönä jälkimarkkinoilla. Selvityksien ja laadullisten valmiuksien varmistaminen on hyvä aloittaa jo ennen listautumisprosessia. Tavallisesti yhtiön päätöksestä pörssiin hakeutumisesta jälkimarkkinoilla toimimiseen kestää 6–12 kuukautta. (Pörssisäätiö 2016, 10.)

Pörssiyhtiön on laadittava tilinpäätöksensä Suomessa sekä muissa Euroopan Unionin maissa IFRS:n mukaisesti. IFRS koostuu standardeista sekä tulkintoista, ja kukin standardi tai tulkinta säätelee liiketapahtumien kirjaamista kirjanpitoon, arvostamista, tapahtumien esittämistä sekä liitetietojen antamista. Suomalaiseen kirjanpitokäytäntöön verrattuna IFRS poikkeaa raportoinnin ja tiedon määrän osalta. IFRS ei suoraan vaikuta yhtiön arvoon markkinoilla, mutta kattavammin esitetyt tiedot saattavat vaikuttaa sijoittajien käsi-

tykseen yhtiön asemasta markkinoilla ja kannattavuudesta. Kuten suomalaisessa tilinpäätöksessä, myös IFRS esittää edellisen kauden vertailutiedot sekä joissain tapauksissa myös vertailukauden alkavan taseen. Sääntelyn osalta IFRS on enemmän yksityiskohtaisempi ja sitovampi kuin suomalainen tilinpäätösmalli. Sitovuus tarkoittaa jokaisen IFRS-standardin ja tulkinnan noudattamista, ja yksityiskohtaisuus kirjaamis- sekä arvostuksien selventää ohjeistusta ja kuvailua periaatetasolla. Yhtiön toimintakertomus ei sisällä IFRS:n piiriin, mutta toimintakertomuksessa tulee ottaa huomioon muu pörssiyhtiötä koskeva sääntely sisältövaatimuksineen. Perusrakenne IFRS:n mukaisessa tilinpäätöksessä koostuu tuloslaskelmasta, taseesta, rahavirtalaskelmasta, oman pääoman muutoslaskelmasta sekä liitetiedoista. Laadintaperiaatteet kuvataan kattavasti, ja suomalaiseen tilinpäätösmalliin verrattuna liitetietojen määrä on laajempi sekä yksityiskohtaisempi. Johdannaiset sekä arvopaperisijoitukset arvostetaan käypään arvoon, mutta IFRS:n kaikkien erien kohdalla näin ei tarvitse toimia. Sijoituskiinteistöjen osalta käypään arvoon arvostaminen on valinnaista. (Pörssisäätiö 2016, 18.)

Listautuvan yhtiön tulee kuitenkin huomioida, että IFRS-standardeissa on omia pakottavia sääntöjä listautuvalle yhtiölle. Yhtiön on esitettävä osakekohtainen tulos tilinpäätökseen sisältyviltä tilikausilta, ja lisäksi samoilta tilikausilta on myös esitettävä segmenttitiedot. Osakekohtainen tulos sekä segmenttitiedot on esitettävä myös osavuosisikatsaukseen sisältyviltä jaksoilta. (Pörssisäätiö 2016, 18.)

### **3.1 First North**

Suomessa toimivalle First North -markkinalle hakeutuvan yrityksen tulee olla yhteydessä Helsingin Pörssiin mahdollisimman aikaisessa vaiheessa. Pörssi ohjaa sekä auttaa hakemusprosessin kanssa, joka eroaa varsinaisen päälistan hakemusprosessista. First North -listalle hakeutumisen päättämisen yhteydessä yrityksen on hyvä valita Hyväksytty Neuvonantaja. Päätöksestä hakeutua listalle ja siitä osakkeen ensimmäiseen kaupankäyntiin kestää tavallisesti alle kolme kuukautta. Aikaan vaikuttaa mm. yhtiön päätös listalleottoesitteen vai yhtiöesitteen laatimisesta. Yhtiöesite on kevyempi toteuttaa kuin raskaampi ja kattavampi listalleottoesite. Yhtiöesitteestä ja sen sisällöstä säädetään erikseen markkinapaikan säännöissä. Hyväksytty Neuvonantaja on mukana esitteen laatimisprosessissa. (Pörssisäätiö 2014, 15.)

Markkinapaikalle listautuvan yhtiön tulee liittää osakkeensa arvo-osuusjärjestelmään, sekä sopia kaupankäyntitunnuksesta markkinapaikkaa ylläpitävän Pörssin kanssa. Internet-sivujen tulee olla laadittuna viimeistään hakuprosessin aikana, ja sivuille on sisällytettävä vaaditut tiedotteet sekä muut dokumentit. Yhtiön tulee varmistaa riittävät ja tarkoituksenmukaiset resurssit tiedottamisen osalta. Allekirjoitettu hakemus on toimitettava

Pörssille viimeistään kahdeksan arkipäivää ennen ensimmäistä osakkeen kaupankäyntipäivää. Hakemuksen, yhtiöesitteen sekä tarkistuslistan lisäksi mukaan on toimitettava jäljennös kirjallisesta sopimuksesta Hyväksytyn Neuvonantajan kanssa, yhtiöjärjestys, kaupparekisteriote sekä omistajaluettelo, markkinapaikan sääntökirjasta liitteet D, E sekä F ja laskutustietolomake. (Pörssisäätiö 2014, 15.)

Vaatimukset listautumisessa annin ollessa alle 5 miljoonaa euroa ovat jonkin verran kevyemmät kuin sen ylittävässä määrässä. Listautumisessa vaaditaan molemmissa tapauksissa riittävä tuloksentekokyky tai 12 kuukauden käyttöpääoma, likviditeetin takaamiseksi osakkeista 10 % yleisöllä sekä vähintään 300 omistajaa, tai 100 omistajaa markkinataukauksen lisäksi. Yhtiöllä tulee olla annin koosta riippumatta riittävä raportointikyky sekä organisaatio sen toteuttamiseen, ja yhtiön on käytettävä Hyväksyttyä Neuvonantajaa. (Pörssisäätiö 2014, 13.)

Alle 5 miljoonan euron annissa yhtiön ei tarvitse julkaista listalleottoesitettä, vaan julkaistavaksi riittää pelkkä yhtiöesite. First North -markkinapaikan listautumisessa listautumisan- nin summasta riippumatta hakemuksen käsittelee aina pörssi, mutta annin ollessa yli 5 miljoonaa myös Finanssivalvonta käsittelee hakemuksen pörssin lisäksi. Kummassakaan tapauksessa ei vaadita IFRS- standardien mukaista tilinpäätöstä, vaan suomalainen tilin- päätösmalli riittää. Pienemmän annin listautumisessa koko prosessin aika on myös lyhyempi. (Pörssisäätiö 2014, 13.)

### **3.2 Esite**

Esitteen sisällöstä sekä julkaisemisesta säädetään AML:n 4 luvussa. Säännellyille markki- noille yleisölle arvopapereita tarjoavan ja tarjolle ottamista kaupankäynnin kohteeksi hake- van toimijan on julkaistava esite arvopaperista. Esitteen tulee olla julkaistu ennen tarjouk- sen voimaantuloa (HE 111/2018). Listautumisesite tulee toimittaa ennen julkaisua pörssin lisäksi Finanssivalvonnalle, joka käy esitteen läpi ja hyväksyy sen. Yhtiön on varattava tar- peeksi riittävä määrä aikaa esitteen laatimiseen, ja käytettävä sen tekemiseen myös omia taloudellisia resurssejaan ulkopuolisten neuvonantajien lisäksi. Esitteen tekemiseen vaa- ditaan listautuvalta yhtiöltä etenkin taloushallinnon voimavaroja, sillä esitteessä taloudelli- silla tiedoilla ja historialla on suuri painoarvo. Finanssivalvonta pyytää yleensä esitteen tarkastuksen yhteydessä täydentäviä lisätietoja, sekä esittää kommentteja koskien esitet- tyjä taloudellisia tietoja. Säännellyille markkinoille listautuvan yrityksen on erikseen sovit- tava Finanssivalvonnan kanssa IFRS-standardien mukaisen tilinpäätöksen tarkistamisesta Finanssivalvonnan IFRS-valvonnan kanssa. (Finanssivalvonta 2020.)



Vaatimukset esitteen sisällöstä kaikissa ETA-alueen maissa on määritelty tarkasti Euroopan komission asetuksessa 809/2004/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta. Arvopaperimarkkinalain mukaisen esitteen pitäisi antaa sijoittajille riittävät tiedot yhtiön osakkeisiin sijoittamisesta. Esitteeseen on sisällytettävä riittävät tiedot yhtiön varoista, taloudellisesta asemasta sekä vastuista, yhtiön tuloksesta ja tulevaisuudennäkemistä, osakkeisiin yhdistetyistä oikeuksista ja muista osakkeiden arvoon vaikuttavista asioista. Muoto esitteellä tulee olla johdonmukaisessa ja ymmärrettävässä järjestyksessä. Esitteen sivumäärä on yleensä ilman vaadittavia liitetietoja sekä tilinpäätöstä 130–150 sivua (Pörssisäätiö 2016, 23). Alla on listattu mukailen Pörssisäätiön (2016, 23–24) esittämä listalleottoesitteen tavanomainen sisältö:

1. Listalleottoesitettä koskeva sääntely sekä esitteen tietojen sääntely
2. Tiivistelmä
3. Riskitekijät yhtiöstä ja sen osakkeisiin sijoittamisesta
4. Yhtiö, hallituksen jäsenet, neuvonantajat sekä tilintarkastajat
5. Listautumisen tausta, annin syyt ja hankittavien varojen käyttö
6. Annin ehdot
7. Osinkopolitiikka
8. Yhtiön pääomarakenne ja velkaantuneisuus
9. Eräitä taloudellisia konsernitilinpäätöstietoja
10. Pro Forma -taloudelliset tiedot soveltuessa
11. Tulos, taloudellinen asema sekä tulevaisuudennäkymät
12. Markkina- ja toimialakatsaus
13. Yhtiön liiketoiminta
14. Hallitus, yhtiön johto ja tilintarkastajat
15. Yhtiön omistusrakenne
16. Lähipiiriliiketoimet
17. Osakkeet sekä osakepääoma
18. Arvopaperimarkkinat Suomessa
19. Verotus
20. Annin järjestäminen
21. Oikeudelliset seikat
22. Nähtävillä olevat asiakirjat
23. Esitteeseen viittaamalla sisällytetyt asiakirjat

Pörssiin listautuvan yhtiön tulee hakea erikseen esitteen hyväksymistä Finanssivalvonnalta. Uuden yhtiön ollessa kyseessä käsittelyaika esitteelle on 20 arkipäivää pois laskettuna esitteen jättöpäivä, mutta muutoin käsittelyaika on 10 päivää. Hyväksymishakemuksen yhteydessä esitteen lisäksi Finanssivalvonnalle on toimitettava viittausluettelo, esitteessä viitatu asiakirjat kuten tilinpäätökset sekä mahdollisesti käytössä olevat valtakirjat mikäli käytössä ei ole yhtiölle toimivaa asianajajaa. Hakemuksessa tulee tulla selvittää esitteen laatimisen tarkoitus sekä noudatetut vaatimukset esitettä laadittaessa. Mikäli esitteen laadinnassa on sovellettu kevennettyjä vaatimuksia, on ne perusteltava, ja hakemukseen tulee sisällyttää myös muut olennaiset seikat koskien suunniteltua antia. Mikäli yhtiöllä on aikataulun tai käytetyn kielen osalta tarvetta hakea erikseen suostumusta, tulee

perustelut löytyä hakemuksesta. Hakemuksessa on kerrottava esitteen tarkistusaikana toimiva yhteyshenkilö ja toimitettavan hyväksymispäätöksen vastaanottaja. Viittausluettelosta tulee ilmetä missä kohdassa sisältövaatimusten vaatima tieto löytyy. (Finanssivalvonta 2020.)

First North -listan esite on laajuudeltaan pienempi, eikä sitä koske samat laissa määrätyt velvoitteet. Esitteen vaatimuksien täyttämiseksi sen tekemisen pohjalla käytetään Due Diligence -kysymysluetteloa. DD- kysymysluettelo on 13 kohtainen, ja sen tehtävä on auttaa yhtiötä keräämään kaupankäynnin kohteeksi haettavista osakkeista kaikki vaaditut tiedot. Kysymysluettelon alussa selvitetään yleiset ohjeet sekä taustasta ja yhtiöoikeudellisista asiakirjoista. Tämän jälkeen esitteessä käydään läpi omaisuutta, joka tarkoittaa selvitystä yhtiön liiketoimintaan liittyvistä olennaisista yhtiön omaisuutta koskevista sopimuksista, sekä selvitystä liiketoimintaan liittyvästä omaisuudesta. Lisäksi selvitykseen on mm. liitettävä luettelo kiinteästä omaisuudesta, rahoitusleasing-sopimuksista sekä lainhuutotodistukset kiinteistöstä. Tämän jälkeen esitetään tavallisesti hallinnolliset asiat, jotka sisältävät yhtiön tiedottamista, sisäistä valvontaa, riskienhallintaa ja sisäpiiriohjeita koskevia toimintamalleja ja periaatteista. Hallinnollisien asioiden jälkeen selvitetään yhtiön toiminnassaan käyttämät immateriaalioikeudet lueteltuna, sisältäen tiedot oikeuksien haltijasta sekä rekisteröimispaikka. (Pörssisäätiö 2014, 75–77.)

Henkilöstön osalta yhtiö ilmoittaa työntekijöiden lukumäärän alakohtaisesti ja käytettävät työehtosopimukset, ja lisäksi mukaan liitetään mm. kopio organisaatiokaaviosta, johtoryhmän lyhyet ansioluettelot, tiedot sukulaissuhteista, selvitys kannustinohjelmista sekä luettelo maksamattomista ylityö- ja muista korvauksista. Sopimukset selvitetään DD- kysymysluettelossa informaatioteknologian, tutkimus- ja kehitystyön, sisäisien ja osto- ja myyntisopimuksien osalta. Yhtiön rahoitusasemaa varmennetaan selvittämällä lainasopimukset, panttaukset ja kiinnitykset sekä mahdolliset muut vakuusjärjestelyt. Lisäksi on mm. toimitettava selvitykset tulevista investoinneista ja yli 2000 euron myönnettyistä lainoista osakkeenomistajalle, työntekijälle tai johtohenkilölle. (Pörssisäätiö 2014, 79.)

Yhtiön tulee selvittää myös kilpailuasioiden osalta osuus markkinaosuuksista sen tuottamien tuotteiden tai palveluiden tuotemerkkinoilla. Liitteeksi tulee liittää mm. kopiot liiketoimintaa koskevista kilpailuviranomaisten päätöksistä kirjeenvaihtoiheen, sekä selvitys mikäli asia on käsitelty tuomioistuimessa. Vakuutuksien osalta riittää kuvaus liiketoiminnan vakuutuksista sopimuskopioineen, ilmoitus sattuneista vakuutustapahtumista kahdelta tilinpäätöskaudelta sekä tiivistelmä sopimuksien suojelumääräyksistä ja määräysten noudattamisesta. (Pörssisäätiö 2014, 79.)

## 4 Aineisto

Opinnäytetyössä käytetään GF Money Oyj:n 17.5.2018 julkaisemaa esitettä, sekä käsitellään Inderesin analyysia kyseisestä esitteestä. Kappaleissa esitetyt tiedot pohjautuvat esitteessä esitettyihin tietoihin. Yhtiö hakee annissa 40 miljoonaa pääomaa, ja tarkoituksena on yhtiön rahoitusrakenteen uudistaminen sekä kasvun tukeminen. GF Money on konserni, ja esitteen tiedot käsittelevät pääsääntöisesti konsernitietoja, ellei erikseen mainita tietty toimiala tai konserniin kuuluva tytäryhtiö. GF Money on riippumaton suomalainen rahoituspalvelukonserni, ja se tarjoaa rahoitusratkaisuja kuluttajille sekä yrityksille. Liiketoiminnan osa-alueet ovat kiinteistö- sekä rahoitusliiketoiminta. Rahoitusliiketoiminnassa yhtiö tarjoaa kuluttajarahoitusta yksityishenkilöille, ja yrityspuolella mm. yrityslainoja, factoringpalveluita sekä välittää leasing-rahoitusta. Kiinteistöliiketoiminnan puolella toimintaan kuuluvat kiinteistösijoittaminen, kiinteistökehittäminen sekä kiinteistövälitystoiminta. GF Money Oyj:n liiketoiminta tapahtuu pääasiassa Euroopassa, ja esitteen päivämishetkellä päämarkkinana toimi Suomi. Yhtiöllä oli toimintaa Suomen lisäksi maantieteellisesti lähellä sijaitsevissa Ruotsissa sekä Tanskassa, ja liiketoiminnan saatetaan laajentaa muihin maihin. (GF Money 2018.)

Esite on laadittu Arvopaperimarkkinalain, Euroopan komission sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin mukaisesti. Esite on hyväksytty Finanssivalvonnan päätöksellä, mutta Finanssivalvonta ei vastaa esitteen tietojen oikeellisuudesta. Finanssivalvonnan päätöksen dinaarinumero on Fiva 16/02.05.04/2018. Myöskään listautumisen pääjärjestäjä ei ota kantaa esitteen tietojen oikeellisuudesta. (GF Money 2018.)

Esitetyt tiedot esitteessä on annettu esitteen päivämääränä 16.5.2018, eikä niitä voi GF Money Oyj:n mukaan pitää lupauksena tulevasta. Täydennysvelvollisuus esitteen tietojen kohdalla koskee yhtiötä tarjouksen voimassaoloajan päättymiseen saakka. Täydennysvelvollisuus koskee etenkin esitteessä olevien virheiden tai esitteeseen sisällyttämättömien olennaisten uusien tietojen osaa. Tiedonantovelvollisuuden mukaisesti virheelliset, olennaiset uudet tiedot tai puutteelliset tiedot on saatettava yleisön tietoon. Uusien tietojen julkaiseminen tai esitteen täydentäminen tehdään samalla tavalla, kun esitteen julkaiseminen tapahtui. (GF Money 2018.)

### 4.1 GF Money esite

GF Money Oyj:n julkaisema esite koostuu 119 sivusta, sekä vaadituista liitteistä. Esitteen rakenne on Pörssisäätiön (2016, 23–24) esittämän tavanomaisen listalleottoesitteen mukainen. Viittauksissa esitteen tiivistelmään on käytetty tiivistelmän merkintöjä i-xvi kuvaamaan tiivistelmän sivunumeroa. Taloudellisen raportoinnin osalta yhtiö ei noudata IFRS-

mukaista raportointia. Yhtiön päätoimialojen mukaisesti raportoinnissa on päätoimialojen mukaisesti kaksi segmenttiä, jotka ovat nimetty rahoitusliiketoiminnaksi ja kiinteistöliiketoiminnaksi. Yhtiön liikevaihto vuotta 2018 edeltävällä 2017 kaudella oli konserniliikevaihdon osalta 21,7 miljoonaa euroa. Rahoitusliiketoiminnan osuus 2017 oli 19,5 miljoonaa euroa, ja kiinteistöliiketoiminnan 2,2 miljoonaa. Konsernin tulos ennen veroja oli 7,6 miljoonaa, josta rahoitusliiketoiminnan osuus ennen veroja oli 5,4 miljoonaa ja kiinteistöliiketoiminnan 2,3 miljoonaa. (GF Money 2018, i.)

Rahoitusliiketoiminnassa kuluttajarahoituksen tarjotut lainamäärät vaihtelivat 100-10 000 euron välillä, ja tarjotut lainat olivat vakuudettomia. Kuluttajarahoituksen liiketoiminta tapahtuu ilman konttoriverkostoa, ja yhtiön tarkoituksena on tuoda palvelu asiakkaille digitaalisesti monipuolisten verkkopalveluiden avulla. (GF Money 2018, ii.)

Yrityslainoissa tarjotut velkakirjalainat vaihtelevat 50 000 euron ja 10 000 000 euron välillä. Yrittäjille tarjotuissa lainoissa ei ole toimialakohtaista rajoitusta, vaan lainaa tarjotaan ilman toimialarajoja. Asiakkaiden arviointi ja luottokelpoisuuden arvioiminen perustuu yrittäjän taloudellisen tilanteen ja liikeidean analysointiin. Kuluttajarahoituksesta poiketen yhtiön myöntämät yrityslainat ovat vakuudellisia, ja yleensä vakuuden lisäksi lainalle saateen vaatia omistusrakenteen mukaan yrittäjän oma takaus. (GF Money 2018, ii.)

Yrittäjille tarjotaan perinteisen yrityslainan lisäksi myös factoringrahoitusta, ja toiminnan GF Money aloitti 2017 vuoden lopussa. Factoring-rahoituksen tarkoitus on parantaa asiakasyrityksien likviditeettitilannetta rahoittamalla asiakkaan myyntisaamisia tulevia saatavia vakuutena käyttäen. Toiminnassaan GF Money keskittyy pienten ja keskisuurien yritysten laskusaatavien rahoittamiseen. Myös leasingtoiminta alkoi vuoden 2017 lopussa myyntisaamisten rahoittamisen ohella. Leasingrahoituksessa tarjotaan rahoitusta irtaimelle käyttöomaisuudelle, ja se on käytännössä esineen pitkäaikaista vuokraamista. Vuokraamisessa asiakas maksaa vuokratun irtaimen käyttämisestä, mutta ei sen omistamisesta. GF Money ainoastaan välittää leasing-palvelua, eikä tarjoa itse rahoitusta. Rahoitus tulee yhteistyökumppanien kautta. (GF Money 2018, ii.)

Kiinteistöliiketoiminta on yhtiön toinen päätoimiala rahoitusliiketoiminnan rinnalla. Kiinteistösijoitusta ja välitystä GF Money harjoittaa sijoittamalla kasvukeskuksien asunto-osakkeisiin tai esimerkiksi kiinteistökehityshankkeisiin, sekä sijoittamalla yliopistokaupunkeihin. Kiinteistöliiketoiminnassa tarkoitus ei ole omistaa sijoituskohteita pitkäaikaisesti, vaan toiminnassa keskitytään lyhyemmän ajan omistuksiin ja mahdollisimman likvideihin kiinteistökohteisiin. Asunnonvälitys- sekä kiinteistöpalveluina GF Money tarjoaa asunnon vuok-

rausta ja arvokirjoja Westhousen- nimisen brändin alla. Erityisosaaminen on vahvinta arvoasuntojen, lomakiinteistöiden sekä ranta-alueiden ja saarikohteiden erityiskohteista. (GF Money 2018, ii.)

Konsernin emoyhtiönä on GF Money Oyj, ja se tuottaa tytäryhtiöille hallinnolliset palvelut sekä huolehtii varainhankinnasta. Operatiivinen liiketoiminta tapahtuu esitteen mukaisien 11 tytäryhtiön kautta, ja tytäryhtiöistä yksi on Ruotsissa sekä yksi Tanskassa. Suomen ulkopuolella olevat tytäryhtiöt on perustettu kunkin maan lakien mukaisesti, ja ovat osakeyhtiömuotoisia. Esitteen julkaisupäivänä yhtiöllä oli yhteensä 18 osakkeenomistajaa, ja esitteessä ne ilmoitetaan omistusosuuksineen. Suurin yhtiön omistaja on GF & Sons Oy 18,03 % äänivallalla, ja suurin omistaja on GF Money Oyj:n toimitusjohtajan määräysvalan alainen yhteisö. (GF Money 2018, ii-iii.)

Taloudellisten tietojen esittämisessä yhtiö käyttää suomalaisen kirjanpitoikäytännön mukaisesti laadittua konsernitilinpäätöstä, säännellyillä markkinoilla toimivien yhtiöiden tapaan IFRS-standardien mukaista tilinpäätöstä. Esitteessä on vuoden 2017 vertailukohtana aikaisemman 2016 vuoden päättyneet tilintarkastetut tilinpäätöstiedot. Liikevaihto kasvoi vuoden 2016 6,892 miljoonasta eurosta vuoden 2017 21,699 miljoonaan euroon, ja yhtiö pystyi kasvattamaan liikevoittoaan 2,726 miljoonasta eurosta 11 miljoonaan euroon. Tilikaudella 2017 voittoa yhtiö teki lähes 4,1 miljoonaa euroa kasvattaen liikevoittoa huomattavasti aikaisemmasta 473 tuhannesta eurosta. Liiketoiminnan laajuus kasvoi huomattavasti vuonna 2017 verrattuna 2016 GF Money Consumer Finance Oy:n konsolidoinnin seurauksena. Alla on esitetty keskeisiä tunnuslukuja sekä muutosprosentteja. (GF Money 2018, iv-vi.)

Taulukko 2. Keskeisiä tunnuslukuja (mukaillen GF Money Oyj 2018)

	2017	2016
	Tuhatta euroa	
<b>Liikevaihto</b>	21.699,5	6.893,3
Rahoitusliiketoiminta	19.459,6	4.575,7
Kiinteistöliiketoiminta	2.240,0	2.317,6
<b>Liikevoitto</b>	11.007,2	2.728,3
% liikevaihdosta	51	40
<b>Tulos ennen veroja</b>	7.587,9	863,2
% liikevaihdosta	35	13
<b>Tilikauden voitto</b>	4.097,3	473,2
% liikevaihdosta	19	7
<b>Lainasaamiset</b>	56.197,7	31.084,5
<b>Taseen loppusumma</b>	90.694,2	47.358,1
<b>Omavaraisuusaste</b>	9,7	9,4
<b>ROE, %</b>	21,2	5,3

Taseessa kasvu oli myös suurta, ja taseen loppusumma kasvoikin vuoden 2016 47,358 miljoonasta vuoden 2017 90,694 miljoonaan euroon. Tasetta kasvattivat erityisesti sijoituskiinteistöjen ja sijoitusten kasvu, sekä lyhytaikaiset lainat. Sijoituskiinteistöjen osuus taseessa kasvoi vertailuvuoden 6,7 miljoonasta 23,788 miljoonaan. Alla esitettyä konsernitase esitteen tietoihin pohjautuen. (GF Money 2018, iv-vi).

Taulukko 3. Konsernitase (Mukaiillen GF Money Oyj 2018)

<b>Vastaavaa</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>Vastattavaa</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>28,1</b>	<b>9,3</b>	<b>Oma pääoma</b>	<b>34,6</b>	<b>21,1</b>
Liikearvo	0,6	0,4	Osakepääoma	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,2	Voittovarot	6,1	2,2
Käyttöomaisuus	0,2	0,1	Oman pääomaehtoiset lainat	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyri- tyksiin	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0
Muut sijoitukset	24,4	7,3	Muu oma pääoma	2,7	2,3
Muut pitkäaikaiset varat	2,5	1,3	Vähemmistöosuus	25,8	16,6
Laskennalliset verosaami- set	0,0	0,0	<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>9,5</b>	<b>3,7</b>
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>62,6</b>	<b>38,1</b>	Laskennalliset verovelat	1,0	0,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	8,5	3,4
Lainat ja myyntisaamiset	57,1	31,2	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0
Likvidit varat	5,5	6,8	Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0
<b>Vastaavaa yhteensä</b>	<b>90,7</b>	<b>47,4</b>	<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>46,6</b>	<b>22,6</b>
			Lainat rahoituslaitoksilta	42,4	19,2
			Lyhytaikaiset korottomat velat	4,2	3,4
			Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0
			<b>Vastattavaa yhteensä</b>	<b>90,7</b>	<b>47,4</b>

Tilintarkastuskertomuksessa on esitetty muistutus yhtiön toiminnan jatkuvuuteen liittyvästä huolesta ja epävarmuudesta. Muistutus on vuoden 2017 päättyneeltä tilikaudelta. Huoli koski konsernin käyttöpääoman tilannetta ja sen riittävyyttä seuraavan 12 kuukauden ajalta. GF Money Oyj selventää esitteessä koskien tilintarkastuskertomuksessa esitettyä huolta, että käyttöpääoma ei riitä seuraavien 12 kuukauden ajaksi. Yhtiön oman pääoman ehtoista rahoitusta olevien GF Money Consumer Finance Oy:n osakkeiden omistajien vaatiessa osakkeiden lunastusta, olisi osakkeet lunastettava minimissään 14 vuorokauden ja suurimmillaan 90 vuorokauden kuluessa lunastusvaatimuksesta. Lunastusarvoa kaikille lunastettavissa oleville kahden osakesarjan osakkeille oli 14.5.2018 26,2 miljoonaa. GF Money Oyj suunnittelee käyttävänsä listautumisannissa tulevia varoja osakesarjojen lunastuksen rahoittamiseen. Lyhytaikaisia lainoja konserni on ottanut omistajilta ja sijoitta-

jilta 26,9 miljoonan euron edestä. Oman rahoitushistoriansa perusteella yhtiö uskoo pystyvänsä uusimaan seuraavalla tilikaudella erääntyvät lyhytaikaiset velat. (GF Money 2018, iv-vi.)

Finanssialalla merkittävää sääntelyn muutosta tapahtuu Euroopassa rahoitusvälineiden markkinat, eli MiFID 2, -direktiivin sekä -asetuksen (MiFIR) myötä. Lisäksi maksupalveludirektiivi PSD2 vaatii pankkeja avaamaan rajapintojaan, ja se saattaa madaltaa kynnystä uusille finanssiteknologiayrityksille tulla alalle ja markkinalle. (GF Money 2018, iii.)

GF Money näkee teknologian myötä koko rahoitusalan muuttuneen kohti digitaalista suuntaa. Uudet rahoitusalalla toimivat tahot pystyvät hyödyntämään omissa algoritmeissaan sekä muissa ohjelmistoissaan useista lähteistä kerättyä asiakastietoa, ja parhaimmillaan toiminnan ollessa erikoistunutta lainaprosessin kesto pystytään vähentämään jopa tunteihin. Aikaisemmin lainaprosessin kesto saattoi olla jopa viikkoja, joten lyhennys palveluajassa on huomattava. Teknologian kehittymisen myötä kuluttajat ovat omaksuneet ajatuksen nopeasti saatavilla olevasta rahoituksesta, sekä vaativat maksun suorittamista paikasta ja laitteesta riippumatta. Finanssialalla toiminta siirtyy kohti joustavampaa ja lähempänä asiakasta tapahtuvaan suuntaan, sillä teknologian asiakaskohtainen hyödyntäminen tapahtuu lähempänä asiakasrajapintaa kuin aikaisemmin. (GF Money 2018, ii.)

Esitteessä GF Money selvittää toimintaympäristöön sekä liiketoimintaan liittyviä riskejä, ja mainitsee yhden tai useamman riskin toteutuessa sen voivan vaikuttaa haitallisesti yhtiön toimintaan. Yhtiön toimintaan vaikuttavan riskin toteutuminen vaikuttaa myös osakkeiden arvoon, tulokseen ja taloudelliseen asemaan. Toimintaympäristön riskit koskevat merkittävässä määrin mm. taloustilannetta, talouden epävakautta, sääntelyn noudattamista sekä sääntelyn muutoksia, asuntomarkkinoiden kysyntään, strategian epäonnistumiseen, kasvun hallitsemiseen, luottotappioita ja kasvavaa kilpailua. Riskeissä mainitaan myös kiinteistö- sekä asuntomarkkinoiden heikon likviditeetin voivan vaikuttaa toimintaan, ja myös sijoituskohteiden arvostuksen voivan poiketa sijoitusten todellisista käyvistä arvoista. Valuuttariskit ovat myös osa liiketoimintaan liittyvistä epävarmuustekijöistä, sillä valuuttakursien liikkeessä voi heilahtelulla olla vaikutusta yhtiön tulokseen ja taloudelliseen asemaan. Yrityslainoissa lainat ovat keskittyneet muutamille asiakkaille, ja muodostaa keskittymisriskin. Lainasaamisista peräti 86,5 prosenttia oli suurimmilla viidellä asiakkaalla. (GF Money 2018, xi-xii, 7)

Listautumiseen liittyviä riskejä ovat mm. listautumisannin alimerkintä. Tällöin listautumisannista ei saada tarpeeksi rahavaroja kasvuun sekä toiminnan kehittämiseen. Tällöin on myös mahdollista, että listautumista ei tapahdu ollenkaan. Osakkeen hinnan epävakaus

sekä likvidin kaupankäyntimarkkinan muodostumatta jättäminen First Northissa on mahdollista. Listautumiseen liittyy kustannuksia sekä velvoitteita, joita yrityksellä ei ole aikaisemmin ollut, ja velvoitteiden toteutumisen onnistumiseen liittyy epävarmuutta. (GF Money 2018, xii.)

Tulevaisuudennäkymien osalta GF Money uskoo tuloksen selvästi kasvavan 2018 päättyvällä tilikaudella. Skaalautuvien palveluiden kuten kuluttajarahoituksen sekä factoringin odotetaan laajentuvan entisestään. Suomen lisäksi kuluttajarahoitusta tarjotaan pohjoismaissa myös Ruotsissa sekä Tanskassa, ja liikevaihdon kasvun uskotaan olevan vahvaa myös siellä. Käyvän arvon muutokset yhtiön omistamissa kiinteistöissä vaikuttavat myös liiketoiminnan tulokseen. Käypään arvoon arvostamisessa käytetään ulkopuolisia riippumattomia arvioitsijoita, mikäli vain mahdollista. Käypään arvoon vaikuttavista lukuisista tekijöistä osa on yhtiön vaikutusvallan ulkopuolella. (GF Money 2018, 78–82.)

Riskienhallinnan tavoitteena on kartoittaa, tunnistaa ja analysoida sekä ennaltaehkäistä liiketoimintaan kohdistuvia riskejä. Yhtiö arvioi liiketoiminnan riskejä säännöllisesti osana vuosittaista suunnittelu- ja strategiaprosessia. Liiketoiminnan riskejä arvioidaan myös osana operatiivista toimintaa sekä liiketoimintakauppojen, sijoituskiinteistöjen hankinnan ja sopimuksien päätöksentekoprosessin yhteydessä. Ylin vastuu riskienhallinnasta on yhtiön hallituksella, mutta liiketoimintayksiköt ovat vastuussa omaan toimintaan vaikuttavien riskien tunnistamisesta ja raportoinnista johdolle. Yhtiön toimitusjohtaja johtoryhmän avustamana on vastuussa raportoinnista riskien osalta yhtiön hallitukselle. Riskikartoitus merkittävimmistä riskeistä tehdään yhtiön vuosisuunnitteluprosessissa. Keskeiset riskit luokitellaan strategisiin-, operatiivisiin-, rahoitus- ja pääomien hallintaan sekä vahinkoriskeihin. (GF Money 2018, 91–92.)

## **4.2 Inderes analyysi**

Inderes Oy laati tutkimuksen GF Money Oyj:stä GF Money Oyj:n omasta toimeksiannosta. Tutkimuksessa muistutetaan, että tulevaisuutta arvioidessa mm. lausutut arviot ja laskelmat heijastavat oletuksia, joiden paikkansa pitävyydestä ei voi olla varma tai ne voivat lopulta osoittautua virheellisiksi. Tunnettujen riskien lisäksi myös tuntemattomat riskit voivat aiheuttaa sen, että tutkimuksen kohteena olevan yhtiön todellinen tulos, toiminta, toimialan kehitys tai yhtiön saavutukset voivat poiketa lausutusta. (Inderes, 2018, 2–3.)

Inderes näkee liiketoimintamallin tehokkaana. Rahoitusliiketoiminnan idea perustuu antolainauksen ja ottolainauksen väliseen korkoeroon. Listautumisesta kerättävä noin 40 miljoonan euron pääoma vahvistaa rahoitusrakennetta. Lisäksi yhtiö ostaa epävarmuutta tuovat B- ja C-osakesarjojen vähemmistöosuudet. Listautumisannin onnistuessa nettotuloksen



arvioidaan nousevan 3,5–4 miljoonaa euroa 12–18 kuukauden aikana. Osakkeen arvostustasoa pidetään houkuttelevana, sillä listautumisessa hinta on 4,35 euroa ja Inderesin valuaatioarvion mukaan annin jälkeen osakkeen hinta olisi 4,51 euroa osakkeelta. Inderes näkee yhtiön riskiprofiilin korkeana johtuen kiristyvästä sääntelystä, alan heikosta maaneesta, kilpailun kiristymisestä ja operatiivisista riskeistä. Riskinä nähdään myös listautumisannin toteutuminen suunnitellusti, sillä annin toteutuminen on oletuksena osakkeen arvonnäärityksessä. (Inderes, 2018, 2–4.)

Kuluttajaliiketoiminta nähdään arvokkaimpana liiketoimintana. Kuluttajarahoituksen osuus liikevaihdosta oli 78 %, ja toiminta on kannattavaa, automatisoitua sekä esimerkiksi henkilöstökulujen osalta skaalautuvaa. Kannattavuutta tukevat korkoerot, toiminnan tehokkuus, riskienhallinta ja toiminnan kulurakenne. Kulutusluottojen markkina nähdään kasvavan voimakkaasti, ja ala on digitalisaation sekä PSD2 -direktiivin myötä muutoksen keskellä. Toiminnan kasvu sitoo kuitenkin pääomaa, koska liiketoiminnan luonteen takia lainakan-  
taa on kasvatettava. Yhtiön lainakannasta suurin osa on Suomessa. (Inderes, 2018, 9.)

Yrityslainoissa ei nähdä samaa skaalautuvuutta, kun kuluttajapuolella. Huolimatta samasta korkoeroja hyödyntävästä mekanismista, vakuudellisten yrityslainojen summat ovat suurempia ja korot yleisesti alhaisemmalla tasolla. Yrityslainojen automatisointia ei pidetä mahdollisena, koska liiketoiminnassa päätökset vaativat kanssakäymistä enemmän kuluttajapuoleen verrattuna sekä asiakkaiden kohdalla päätökset vaativat enemmän tapauskohtaista harkintaa. Yrityslainoissa riskien minimoimista pyritään harjoittamaan vakuuksilla. Vakuuksina käytetään konservatiivisia ja likvidejä vakuuksia kuten panttikirjoja, listattuja osakkeita ja huoneistojen osakekirjoja. Factoring nähdään potentiaalisena, mutta sen liiketoimintaan vaikuttavaa osuutta on vaikea arvioida näin aikaisessa vaiheessa. Leasing-palveluita ei pidetä merkittävänä tulevaisuutta ajatellen. (Inderes, 2018, 11–12.)

Kiinteistöliiketoiminta sitoo merkittäviä pääomia, ja osuus konsernin liikevaihdosta oli vain 10 %. Toimiala näkyy voimakkaasti tuloksessa käyvän arvon vaihteluiden ja muutoksien takia. Kiinteistöliiketoiminnassa kiinteistövälityksen lisäksi toimintaan kuuluu kiinteistösi-  
joittaminen ja kiinteistökehitys. Tärkeintä arvonnäytteen kannalta on yhtiön onnistuminen sijoituksissa likvideihin asunto-osakkeisiin tai erityyppisiin kiinteistökehityshankkeisiin. Kiinteistösi-  
joituksissa onnistumisesta on näyttöä viime vuosilta, mutta kiinteistöliiketoiminta ei pidetä sijoittajan näkökulmasta houkuttelevana. Toiminta sisältää merkittävää ta-  
seriskiä esimerkiksi merkittävässä markkinakänteessä. Sijoitustoimintaa ohjaa GF Money Oyj:n mukaan eniten merkittävä potentiaalinen myyntikate. Sijainti kohteella sekä hinta ovat tärkeimmät sijoituskriteerit kiinteistölle. Sijoittaminen kohdistuu suurimmassa

määrin uusiin kerrostaloasuntoihin tai vaihtoehtoisesti rivitaloasuntoihin. Lisäksi yrityslainapuolelta vakuuksien realisoituminen voi tuoda yhtiölle asunto-osakkeita tai muita kiinteistöjä. Kokonaisuudessaan portfolion arvo kiinteistöissä on noin 24 miljoonaa euroa, mikä on yhtiön toiminnan laajuuden suhteen merkittävä summa. Käypään arvoon arvos-tettuja kiinteistöjä pidetään tasearvoltaan uskottavina. Esimerkiksi Uudellamaalla sijaitsevien GF Money Oyj:n kiinteistöjen ja kohteiden käypänä arvona käytettiin 2017 vuoden lo-pulla solmittuja kauppakirjan mukaisia velattomia myyntihintoja. (Inderes, 2018, 14.)

### 4.3 Media

Listautumiseen sekä esitteen päivittämiseen vaikuttaneet seikat tulivat ensimmäisenä ilmi Suomen Kuvalehden 18.5.2018 kirjoittamassa artikkelissa. Lisäksi kesken listautumisen GF Money vastaanotti Nuorisosäätiöltä kirjeen tiettyjen asunto-osakeyhtiöiden osakkeita koskevan kaupan purkamisesta. Suomen Kuvalehden artikkelissa tuodaan ilmi GF Moneyn lainoittaneen yhtiöitä, jotka liittyvät poliisin käynnissä olevaan rikostutkintaan mm. Nuorisosäätiöön liittyen. Yle julkaisi 29.5.2018 MOT-ohjelmassaan kauppaa ja taustoja käsittelevän jutun, jossa se avaa hyvin toimintaa ja taustoja.

Nuorisosäätiön johdon vaihduttua sen uusi johto pyrki vuonna 2018 saamaan säätiön toiminnan takaisin taloudellisesti kestäväälle pohjalle. Nuorisosäätiön entiset johtohenkilöt olivat laajojen taloudellisten epäselvyyksien keskellä, ja säätiön talous ei ollut vakaalla pohjalla. Ex-johtajien omaisuutta on takavarikoitu jo kymmenien miljoonien eurojen arvosta. Nuorisosäätiöön kytkeytyvä tutkinta on laajentunut koskemaan jo Suomen ulkopuolelle, ja epäiltyinä on Suomen, Viron sekä Puolan kansalaisia. Tutkintakokonaisuus on todella laaja, eikä sen odoteta opinnäytetyön tekohetkellä valmistuvan pitkään aikaan. Yhtä säätiöön liitettyä vuonna 2017 tehtyä kiinteistökauppaa tutkitaan törkeänä kavalluksena sekä rahanpesuna, ja Kampissa sijaitsevan kiinteistön panttikirjat on takavarikoitu. (Yle 2020.)

Yle uutisoi 31.3.2018 GF Moneyn luotottaneen Nuorisosäätiötä miljoonien edestä, sekä mahdollistaneen GF Moneyn suuret voitot tonttikaupoista. GF Moneyn tonttioston jälkeen säätiö teki pitkäaikaisen vuokrasopimuksen kohteina olleisiin tontteihin, ja näin kasvattanut tonttien arvoa. Esimerkiksi Espoossa olleeseen kohteeseen Nuorisosäätiö teki 60 vuoden vuokrasopimuksen liiketapahtuman jälkeen. Lainojen panttina Nuorisosäätiö on käyttänyt Ara- kohteiden panttikirjoja, ja kohteita on avustanut mm. silloinen Raha-automaattiyhdistys. Panttikirjojen arvo on kymmen miljoonaa. Saatavia GF Moneylla oli Nuorisosäätiöltä 8 miljoonaa euroa, ja summasta 5 miljoonaa oli lainaa. (Yle 2018.)

## 5 Tiedonantovelvollisuuden toteutuminen

Opinnäytetyön tarkoitus on selvittää, olisiko GF Money Oyj:n Nuorisosäätiön kanssa tehdyt liiketoimet tulleet tai pitäneet tulla ilmi listautumisasiakirjoista tai tilinpäätöstiedoista, sekä olisivatko arvopaperimarkkinoiden tiukemmat tiedonantovelvollisuudet vaikuttaneet GF Money Oyj:n listautumiseen. Työn tutkimusmenetelmä on laadullinen tutkimus, ja työssä ei tarkastella osakkeen hintaa, arvostusta tai muita listautumisprosessin yhteydessä esitettyjä lukuja. Aikaisemmissa kappaleissa käytiin läpi pörssiyhtiön velvollisuudet sekä listautuminen pörssiin, sekä monenkeskisen markkinapaikan listautumisprosessi sekä vaatimukset. Lisäksi kappaleissa esiteltiin läpi käyty aineisto. Kuten aikaisemmin on tullut ilmi, monenkeskisen markkinapaikan velvollisuudet poikkeavat säännellyistä markkinoista. Monenkeskiselle markkinapaikalle listautuminen tiedonantovelvoitteineen on kevyempi toteuttaa.

Kävin läpi opinnäytetyössä GF Money Oyj:n listautumisprosessia, ja keräsin toteutetut tiedonantovelvollisuudet yhteen. Toteutuneet tiedonantovelvollisuuden kohdat käytiin läpi ja verrattiin pörssin vastaaviin velvollisuuksiin. Saatuja vertailutietoja arvioidaan perumiseen johtaneisiin tapahtumiin. Opinnäytetyössä tarkasteltu GF Money Oyj haki listautumista First North markkinapaikalle, ja listatutuvan tiedonantovelvollisuudet alkavat yhtiöesiteen tai listalleottoesiteen laatimisesta.

### 5.1 Listalleottoesite

Listautumisannilla tavoiteltiin yli 5 miljoonan euron pääomia, joten yhtiön oli tehtävä listalleottoesite samaan tapaan kuin pörssiin listautuessa. Yrityksestä oli myös tehty Due Diligence ohjeiden mukaisesti. Listalleottoesitteen vaatimukset ovat samankaltaiset listautuessa pörssiin tai First Northiin, ja vaativat pörssin sekä Finanssivalvonnan hyväksynnän. Listalleottoesite toteutettiin vaatimuksien mukaisesti, ja saatettiin yleisön tietoisuuteen ajallaan. Esite on käytännössä saatettava julkisuuteen ennen listalleottoa (Pörssisäätiö 2016, 23). Suuremman listautumisannin tavoittelun takia listautumisprosessi oli tältä osin lähellä päämarkkinoille listautumista. Ennen listalleottoa julkaistu esite sisälsi toimintakeromuksen sekä tilinpäätöstiedot vuosilta 2015–2017.

Listalleottoesitteen tilinpäätöstiedot eroavat kuitenkin pörssin vaatimista tilinpäätöstiedoista. First North Finland ei vaadi listautujaa tekemään taloudellista raportointiaan IFRS-mallisena. Listautumisen ensimmäinen tiedonantovelvollisuus poikkeaa siten pörssilistauksen vaatimuksista. IFRS-standardeissa on listautuvia yhtiöitä varten omia pakottavia sääntöjä, ja mm. lähipiiritiedot ovat kattavammat. Lisäksi tilinpäätökset aikaisempien kausien liiketoiminnasta esitetään myös IFRS-muodossa.

## 5.2 Muu tiedonanto

Vertasin listalleottoesitteen lisäksi mitä muuta velvoitettua tiedonantoa listautuvan yrityksen täytyy harjoittaa. Aika tutkittavasta yhtiöstä ja tapahtumasta rajoittui listautumisvaiheeseen, joten laajempi tiedonkeruu ja vertailu esimerkiksi yhtiön tiedottamisen resurssien riittävydestä tilinpäätöksien ja osavuosikatsauksien suhteen on rajattu pois.

Mikäli listautumisen aikana ja esitteen julkaisemisen jälkeen tulee ilmi olennaisia ja uusia tietoja, on yhtiö velvollinen päivittämään esitettä. Velvollisuus tietojen päivittämiseen koskee säänneltyjä markkinoita sekä First North Finlandia. GF Money Oyj julkaisi lehdistötiedotteen 29.5.2018 uusista ja olennaisista tiedoista niiden tultua julki, sekä keskeytti yhdessä listautumisen järjestäjän kanssa merkintöjen vastaanottamisen. Yhtiö toimi tässä sääntöjen mukaisesti, ja päivitti esitettä sekä julkaisi päivitettävät tiedot lehdistötiedotteen muodossa. Päivitetty esite täytyy kuitenkin hyväksyttää Finanssivalvonnalla ennen sen julkaisemista uusilla tiedoilla päivitettyinä, joten listautumista ei voinut jatkaa. Uudet ja olennaiset tiedot koskivat liiketoimia Nuorisosäätiön kanssa, ja kyseisen säätiön vaatimuksia kiinteistökauppojen purusta. Kiinteistökauppojen mahdollinen purku taas vaaransi yhtiön käyttöpääoman riittävyyden.

Säännöllistä ja jatkuvaa tiedottamista listautumisvaiheessa oleva yhtiö listautumispaikasta riippumatta ei ole juuri kerennyt tekemään luonnollisestikaan vielä listautumisvaiheessa. Helsingin pörssin ja First North Finlandin eroa tiedonantamisessa ja tiedonantovelvollisuuden toteuttamisessa koskee osavuosikatsauksia.

## 6 Yhteenveto ja johtopäätökset

Listautuminen on yritykselle suuri ja resursseja vievä toimenpide ja tapahtuma. Listautumisen velvollisuudet pyritään toteuttamaan markkinapaikalle hakeutuvassa yhtiössä mahdollisimman hyvin. Yritys ei hae listautumista ilman hyvää syytä, vaan on listautumista toteuttaessaan liikkeellä tosissaan. Listautumisen peruuntuminen on suuri pettymys eikä näytä hyvälle yhtiön julkikuvassa. Mediassa julki tulleiden tietojen pohjalta yhteys Nuorisosäätiöön oli kuitenkin selvillä jo listautumisvaiheessa.

Aiemmin esitetyn Ylen uutisoinnin mukaan Nuorisosäätiön kytky oli yleisessä tiedossa jo 31.3.2018. Tuolloin uutisoitiin GF Moneyn myöntämistä lainoista Nuorisosäätiölle ja säätiössä vaikuttaneille henkilöille. Kaupparekisterin mukaan saatavia Nuorisosäätiöltä oli tuoloin yhteensä yli 8 miljoonaa euroa. Yhtiö teki kiinteistökauppoja, ja kiinteistöjen arvoa kasvatettiin miljoonilla euroilla Nuorisosäätiön tekemien vuokrasopimuksien avulla. Ylen tutkivan journalismin taso on kohtuullisen luotettava, ja uutisoitujen kytköksien ja toimintamallien voi olettaa pitävänsä paikkansa ainakin suurempien linjojen osalta.

GF Money päivitti 29.5.2018 esitettä, ja, ja suurin muutos julkaistuun esitteeseen oli yhtiön omaa pääomaa koskeva lausunto. Paljastuneet seikat koskivat yhtiön kannalta merkittäviä summia ja muodostivat sitä kautta riskejä yhtiön toiminnalle. Kauppojen peruuntuminen olisi aiheuttanut vaikutuksia käyttöpääoman riittävyyteen. Yhtiö huomioi esitteessä keskittymisriskin muiden riskien joukossa. Luottoportfolion hajauttamisen puute on silmiinpistävä, sillä suurimmat saatavat olivat vain viideltä suurimmalta asiakkaalta. Lisäksi lainaasiakkaiden kanssa tehtävät kiinteistöliiketoimet kasvattivat keskittymisriskiä entisestään. Inderes analyysissään huomioi kiinteistösijoittamisen sekä yhdisti sen yrityslainoihin, mutta silti ei pitänyt riskiä erityisen suurena. Lisäksi Inderes ilmoitti yrityslaina-asiakkaiden kokonaismäärän, mutta jätti huomiotta yrityslainasaamisten keskittymisen muutamalle suurimmalle asiakkaalle. Pidän huomiotta jättämistä hieman hämmentävänä, sillä mielestäni luottoportfolion keskittyminen ja luottoasiakkaiden yhdistäminen kiinteistöliiketoimintaan olisi ansainnut ainakin lisämaininnan.

Yhtiön asuntoportfolioon sekä yrityslainoihin liitetyt ongelmat olisi toisaalta pitänyt huomata jo aikaisemmin. Yle uutisoi 31.3.2018, jo kuukausia ennen listautumista, Nuorisosäätiön lainanneen miljoonia GF Moneylta. Lisäksi uutisoinnissa käsiteltiin myös kiinteistökauppoja, jossa Ara-kohteita käytettiin lainan vakuutena. Nuorisosäätiön ympärillä olleet epäselvyydet olivat yleisesti tiedossa, ja yhtiön toimitusjohtaja kommentoi yrityslainan olleen pienempi kuin panttikirjojen 10 miljoonan arvo. Kyseessä on siis huomattava

summa, ja yrityksen virallinen taho oli vahvistanut liikesuhteen. Toimitusjohtaja myös johdattaa yritysainojen liiketoimintaa. Esitteen mukaan yritysainojista viidellä suurimmalla asiakkaalla oli 86,5 prosenttia, joten Nuorisosäätiön oli oltava tuossa joukossa, sillä kauppaja oli hierottu jo pidempään. Kauppaja ei mainita esitteen tilikauden jälkeisissä olennaisissa tapahtumissa.

Julkisten lähteiden perusteella listautumisen perumiseen johtaneiden syiden huomaaminen ja olisi ollut huomattavissa paremmalla tarkkuudella. Ennen listautumista oli tiedossa kiinteät kytkökset Nuorisosäätiöön, sekä lainojen ja kiinteistökauppojen kokoluokka. Myös Nuorisosäätiöön kohdistuvat tutkimukset olivat esillä mediassa, ja kiinteistökauppoihin kytkeytyvä mekanismi voittojen kasvattamisesta tonttikaupassa tekemällä pitkiä vuokrasopimuksia oli tiedossa. Kiinteistöliiketoiminnan osalta esimerkiksi Inderes ei huomionnut Nuorisosäätiöön linkittyvää arvokasvattamismekanismia. Analyysissään Inderes tyytyy toteamaan kiinteistöliiketoiminnan kiinteistösijoitusten tuottojen olevan verrannollisia yhtiön kyvykkyyden kohteiden löytämiseen selvästi alle markkina-arvon. Toiminta perustuu analyysin mukaan normaalista poikkeavien tilanteiden hyödyntämiseen, mikä toki mielestäni pitää sinällään paikkansa, mutta se ei anna toiminnasta kovinkaan kokonaisvaltaista kuvaa.

Lähipiirille kuuluville tahoille myönnettyjen lainojen summa oli yhteensä yli 8 miljoonaa euroa esitteen mukaan, ja käytännössä lähipiirin lainoja ei eritelty tarkemmin esitteessä. Ylen 29.5.2018 julkaiseman jutun mukaan rahoitusjohtajan puoliksi omistama H&R Properties osti GF Moneyn rahoittamien rakennusliikkeiden rakentamista kiinteistöistä 75 % osuuden GF Moneylta saadulla rahoituksella, ja GF Money osti itse 25 %. Kyseisistä kiinteistö oli sovittu kauppa Nuorisosäätiön kanssa enimmäiskauppahinnan ollessa 12,1 miljoonaa euroa. Nuorisosäätiön purkuvaatimus koski nimenomaan kyseisiä asuntokauppoja. Esitteessä olisi ollut hyvä mainita kyseisestä kokonaisriskistä.

Opinnäytetyössä haettiin vastausta tutkimuskysymykseen olisiko GF Money Oyj:n Nuorisosäätiön kanssa tehdyt liiketoimet tulleet tai pitäneet tulla ilmi listautumisasiakirjoista tai tilinpäätöstiedoista. GF Money Oyj:n Nuorisosäätiön kanssa toteutetut liiketoimet eivät tulleet suoraan esille esitteen tiedoista tai muista listautumisasiakirjoista. Esitteessä olevista tiedoista ei selvinnyt yksittäisiä asiakkaita, ja tilinpäätöksestä oli annettu tilintarkastuslausunto. Tilintarkastuksen toteutti PricewaterhouseCoopers Oy, jota voi pitää luotettavana ja tunnettuna alalla. Tilinpäätös ja muut asiakirjat tarjoavat vihjeitä kaupoista ja riskikeskittymisestä, mutta niistä ei voi suoraan vetää johtopäätöstä yhtiön liittymisestä Nuorisosäätiön kauppoihin. Esitteessä mainitaan muista suuremmista kiinteistöliiketoimintaan liittyvistä asunto-osakeyhtiöistä ja niihin liittyvistä kaupoista, mutta ei yhtiöistä, jotka voidaan liittää Nuorisosäätiöön tai sen omistamiin yrityksiin.

Opinnäytetyössä etsittiin myös vastausta kysymykseen, olisivatko arvopaperimarkkinoiden tiukemmat tiedonantovelvollisuudet vaikuttaneet GF Money Oyj:n listautumisen peruuntumiseen. Vastauksena tutkimuskysymykseen voidaan todeta, että arvopaperimarkkinoiden tiukemmat tiedonantovelvollisuudet eivät todennäköisesti olisi vaikuttaneet listautumisen onnistumiseen. Opinnäytetyössä tarkastelluista tiedonantovelvollisuuksista sekä listautumisesta on huomattavissa, että GF Money Oyj toimi vaadittujen tiedonantovelvollisuuksien mukaisesti. On selkeästi nähtävissä, että listautumisprosessi käynnistyi asianmukaisesti, yhtiöllä oli Neuvonantaja sekä sen vaaditut esitteet sekä valmiudet listautua olivat kunnossa ja hyväksytyt. Tiedonantovelvollisuudet osoittautuivat yllättävän samankaltaisiksi pörssiyhtiöiden sekä First North Finlandiin listautuvien yhtiöiden kohdalla. Listautumisohjeiden ja sääntöjen noudattaminen ja esitteen hyväksyttäminen ei kuitenkaan selvästi takaa onnistunutta listautumista.

Listautumisprosessi on siis hyvin samankaltainen, eivätkä tiedonantovelvollisuudet poikenneet valtavasti isossa kuvassa. Suurin eroavaisuus on IFRS-tilinpäätösmallin mukainen raportointi esitteessä. Tilinpäätösmallissa kuitenkin esimerkiksi kiinteistöjen käypään arvoon arvostaminen voi tapahtua samalla tavalla kuin suomalaisessa kirjanpidossa, joten se ei välttämättä olisi tuonut esille uusia seikkoja. Mahdollisten lisäselvitysten ja lähipiiri-kauppojen tarkempi selvitys olisi voinut muuttaa tätä. Yhtiön tasearvon tai muun arvostuksen kannalta IFRS-tilinpäätöksellä ei olisi luultavasti ollut suurtakaan eroa.

Tutkimuksessa tarkoitus on myös pohtia mahdollista lisäregulaation tarvetta kevyemmin säännellyillä markkinapaikoilla tiedonantovelvollisuuden osalta. Opinnäytetyöstä voi tehdä johtopäätöksen, että lisäregulaatiolle ei ole tarvetta varsinaisen tiedonantovelvollisuuden osalta, mutta työssä pääaiheena olleen kytlyn Nuorisosäätiöön olisi ollut tärkeää tulla ilmi listautumisdokumenteista. Tarvetta avoimemmalle tiedottamiselle yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja riskeistä varmastikin on. Listautuvan yhtiön tulisi ilmoittaa laajemmin riskikeskittymistä, sekä yhtiön johtoon tai sen läheisyyteen kuuluvien tahojen läheisistä kytköksistä kauppoihin. Regulaation lisääminen finanssialalla ja tiedonanto merkittävistä riskikeskittymistä sekä kiinteistö- tai lainaportfolion osalta on hyvin perusteltua.

## 7 Pohdinta

Opinnäytetyön tarkoitus oli tarkastella First North Finland -markkinapaikan listautumisen perumista ja arvioida olisiko julkisuudessa olleiden tietojen pohjalta ollut mahdollista huomata Nuorisosäätiöön linkittyvät liiketoimet. Työssä käytiin läpi julkisuudessa olleita tietoja, esitettä, tiedonantovelvollisuuksia, ja verrattiin kevyemmin toteutettuja velvollisuuksia tiukempiin velvollisuuksiin. Vertailun pohjalta muodostettiin johtopäätös ja vastattiin tutkimuskysymykseen.

Tutkimustulos ei ollut odotettu, sillä odotin tiedonannon osalta suurempia eroja jo listautumisvaiheessa. Tutkimuksessa kävi ilmi, että suurempaa pääomaa listautumisessa hakevat First North -yhtiöt toteuttavat kohtalaisen läheisesti tiedonantovelvollisuutta listautumisvaiheessa. Tarkastelussa olleiden mediassa esitettyjen tietojen pohjalta peruuntumiseen johtaneet syyt olisi ollut havaittavissa. Tutkimuskysymys oli jälkikäteen huomioituna turhan suppea, ja vaatisi lisätutkimista.

Ilman medioissa esitettyjä tietoja ja pelkästään esitteen luettua listautumisen kariutuminen olisi ollut yllätys. GF Money Oyj:n esitteen täydennyksen jälkeen paljastuneet riskitekijät oli helppo huomata esitteestä, mutta jälkikäteen puutteen tai virheen huomaaminen on muutenkin aina helpompaa. Myöskään Inderes analyysissään ei huomannut riskikeskittymää, joten luulen ettei sitä ollut helppo huomioda ennakkoon pelkän esitteen pohjalta.

Tuloksia pidän käytetyssä viitekehyksessä luotettavina. Tiukemmat tiedonantovelvollisuudet eivät olisi estäneet tapahtumaketjua. Työn tarpeellisuus on hieman kyseenalainen tutkimuskysymyksen kapeuden vuoksi, mutta selkeästi uutisointia listautuvan yhtiön ympäriltä on hyvä seurata hieman pidemmältä ajalta. Esimerkiksi piensijoittajan näkökulmasta opinnäytetyötä on hankala hyödyntää laajemmin sijoituspäätöstä tehdessä, mikäli listautuva yhtiö ei ole ollut uutisoinnin tai muun mediamielenkiinnon kohteena. Selvästi listautuvan yhtiön mediassa tai uutisissa oloa on tarkasteltava tarkemmin, sillä se voi antaa vihjeitä liiketoimista, jollaisia riskejä sijoittaja ei välttämättä halua ottaa. Lisätutkimus listautumisen peruuntumisesta esimerkiksi Due Diligence:n näkökulmasta voisi tuoda uutta, mielenkiintoista ja tärkeää tietoa asiasta.

Työn toteutus pitkien työpäivien jälkeen toi omat haasteensa aikataulun ja jaksamisen suhteen, eikä aikataulussa ollut yksinkertaisesti aina mahdollista pysyä. Ammatillinen osaaminen ei juurikaan vahvistunut tai muuttunut opinnäytetyöprosessin aikana, mutta etenkin listautumisprosessista opittu uusi tieto on mielenkiintoista ja tarpeellista.



## Lähteet

Aluehallintovirasto. Rahanpesulain valvonta. Luettavissa: <https://avi.fi/tietoa-meista/tehtavamme/raha-ja-omaisuus/rahanpesulain-valvonta>. Luettu 6.12.2020

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746

Finanssiala 2019. Finanssimarkkinoiden valvonta. Luettavissa: <https://www.finanssiala.fi/linjaukset/valvonta>. Luettu 18.11.2020

Finanssivalvonta 2018. Pörssiä ja muita kauppapaikkoja koskeva lainsäädäntö. Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/porssi-ja-muut-kauppapaikat/saantely/lainsaadanto/>. Luettu 18.11.2020

Finanssivalvonta 2018. Pörssi ja muut kauppapaikat. Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/porssi-ja-muut-kauppapaikat/>. Luettu 17.11.2020

Finanssivalvonta 2020. Arvopaperien tarjoaminen ja esitteet. Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/arvopaperien-tarjoaminen-ja-esitteet/>. Luettu: 24.11.2020

Finanssivalvonta 2020. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus. Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/>. Luettu: 16.11.2020

Finanssivalvonta 2020. Listautuminen. Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/listautuminen/>. Luettu 24.11.2020

GF Money Oyj 2018. Esite. Listautuminen First North Finland -markkinapaikalle. GF Money Oyj. Helsinki.

GF Money Oyj 2018. GF Money Oyj odottaa julkaisevansa esitteen täydennyksen olennaisten uusien tietojen perusteella sekä keskeyttävänsä väliaikaisesti merkintöjen vastaanottamisen listautumisannissa. Luettavissa: <https://gfmoney.fi/ajankohtaista/gf-money-oyj-odottaa-julkaisevansa-esitteen-taydennyksen-olennaisten-uusien-tietojen-perusteella-seka-keskeyttaa-valiaikaisesti-merkintojen-vastaanottamisen-listautumisannissa>. Luettu: 30.11.2020

GF Money Oyj 2018. Lehdistötiedote. GF Money on hoitanut päätökseen sopimusasiat Nuorisosäätiön kanssa. Luettavissa: <https://gfmoney.fi/ajankohtaista/gf-money-on-hoitanut-paatokseen-sopimusasiat-nuorisosaation-kanssa>. Luettu 6.12.2020

Halonen, J. 2018. Listautumishuimaa Helsingin pörssissä – Empiirin en tutkimus alihinnoittelusta Helsingin pörssissä vuosina 2012-2017. Luettavissa: <https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/142585/oppari-final.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Luettu: 9.12.2020

HE 111/2018, Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. Luettavissa: [https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Sivut/HE\\_111+2018.aspx](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Sivut/HE_111+2018.aspx). Luettu 16.11.2020

Inderes Oy 2018. GF Money sijoitustutkimus 5/2018. Inderes Oy. Helsinki

Investopedia. The Birth of Stock Exchanges. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/articles/07/stock-exchange-history.asp>. Luettu 18.11.2020

Investopedia. 2020. Shadow Banking System. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/terms/s/shadow-banking-system.asp>. Luettu 4.12.2020

Komission asetus (EY) N:o 809/2004 täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta. Annettu 29.4.2004

Lainema. 2013. Hyvä, paha, omistaja. Boardman Oy ja Denali Oy. Tallinna.

Laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008

Martikainen, M & Vaihekoski, M. 2015. Yritysrahoituksen perusteet. Sanoma Pro. Helsinki

Nasdaq. Tietoa pörssistä. Luettavissa: <http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporsista/?languageld=4>. Luettu: 18.11.2020

Pörssisäätiö 2010. Mitä arvopapereista tulisi tietää? Opettajan opas. Pörssisäätiö. Helsinki. Luettavissa: [https://www.porssisaatio.fi/en/wp-content/uploads/2012/01/matt2010\\_2.pdf](https://www.porssisaatio.fi/en/wp-content/uploads/2012/01/matt2010_2.pdf). Luettu 18.11.2020

Pörssisäätiö 2014. Listautujan käsikirja. Monenkeskinen markkinapaikka Suomessa. Pörssisäätiö. Helsinki. Luettavissa: [https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2014/12/listautujankasikirja\\_2014\\_final-low.pdf](https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2014/12/listautujankasikirja_2014_final-low.pdf). Luettu 19.11.2020

Pörssisäätiö 2016. Pörssilistautujan käsikirja. Pörssisäätiö. Helsinki. Luettavissa: [https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan\\_kasikirja\\_2016\\_final\\_web.pdf](https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf). Luettu 20.11.2020

Rahoittaja 2016. Varjopankit. Luettavissa: <https://rahoittaja.fi/varjopankit/>. Luettu 4.12.2020

Sijoittaja 2019. Helsingin pörssin 20 vuoden tuotto ja johtopäätökset tuottokehityksestä. Luettavissa: <https://www.sijoittaja.fi/124139/helsingin-porssin-20-vuoden-tuotto-ja-johtopaatokset-tuottokehityksesta/>. Luettu 18.11.2020

Suomen Kuvalehti 2018. Pörssitulokkaan miljoonariski. Luettavissa: <https://suomenkuva-lehti.fi/jutut/kotimaa/talous/nuorisosaation-luottorahoittaja-listautuu-porssiin-gf-moneylla-miljoonasaatavat-rikosepailyissa-rypevalta-saatiolta/>. Luettu: 5.12.2020

Talouselämä 2020. Kaupallinen yhteistyö. Mitä due diligence tarkoittaa ja miksi se on yrityskaupoissa tärkeää? Luettavissa: <https://www.talouselama.fi/kumppaniblogit/bdo/mita-due-diligence-tarκοittaa-ja-miksi-se-on-yrityskaupoissa-tarkeaa/8be24e72-ec43-4135-92c9-03e81b69094e>. Luettu 19.11.2020

Tilastokeskus. Käsitteet. Luettavissa: <http://www.stat.fi/meta/kas/pisteluku.html#tab1>. Luettu 18.11.2020

Valtiovarainministeriö. Pääomamarkkinat. Luettavissa: <https://vm.fi/rahoitusmarkkinat/paaomamarkkinat#:~:text=Arvopaperimarkkinoiden%20toimijoita%20koskevat%20useat%20tiedonantovelvollisuudet,tasapuolisuutta%20sek%C3%A4%20esitet%C3%A4%C3%A4n%20markkinoiden%20v%C3%A4%C3%A4rink%C3%A4ytt%C3%B6%C3%A4>. Luettu: 16.11.2020

Yle 2016. Rahaa tehdään jopa Facebook-tykkäyksillä ja Twitter-viesteillä – näin toimivat varjopankit. Luettavissa: <https://yle.fi/uutiset/3-9375838>. Luettu 5.12.2020

Yle 2018. Miljoonakaupat Nuorisosäätiön kanssa sotkivat GF Moneyn listautumisannin – MOT kertoo kauppojen taustat. Luettavissa: <https://yle.fi/aihe/artikkeli/2018/05/29/miljoonakaupat-nuorisosaation-kanssa-sotkivat-gf-moneyn-listautumisannin-mot>. Luettu: 20.11.2020

Yle 2018. Nuorisosäätiöllä miljoonavelat ”varjopankille” – sama yhtiö lainannut satoja tuhansia myös säätiön johtajien yhtiölle. Luettavissa: <https://yle.fi/aihe/artikkeli/2018/03/31/nuorisosaatiolla-miljoonavelat-varjopankille-sama-yhtio-lainannut-satoja>. Luettu 6.12.2020

Yle 2020. Onko tässä Suomen ennätys? Nuorisosäätiön ex-johtajien rikostutkinnassa takavarikossa jo kymmenien miljoonien omaisuus – mukana kokonainen kerrostalo. Luettavissa: <https://yle.fi/aihe/artikkeli/2020/06/09/onko-tassa-suomen-ennatys-nuorisosaation-ex-johtajien-rikostutkinnassa>. Luettu 5.12.2020